

Corporate Governance in der Praxis

schweizerischer Small & Mid Caps 2003

Inhaltsverzeichnis

1 EXECUTIVE SUMMARY	3
2 MOTIVATION UND ZIELSETZUNG	6
3 DIE STUDIE	7
3.1 Quellen	9
3.2 Auswertung	9
3.2.1 Aktionärsrechte	10
3.2.2 Information und Transparenz	12
3.2.3 Organisation von VR & GL	14
3.2.4 Nomination von VR & GL	16
3.2.5 Kompensation	18
3.2.6 Risikomanagement	19
3.2.7 Investition und Finanzierung	21
3.2.8 Strategie	23
3.2.9 Mergers & Acquisitions	24
3.2.10 Einstellung zu Corporate Governance	25
3.3 Auswertung nach Unternehmen	27

1 Executive Summary

Einführung

Die in den letzten Jahren aufgetretenen Unternehmenskrisen haben Corporate Governance zu einem viel diskutierten Thema gemacht. Experten haben daraufhin den „Swiss Code of Best Practice“ und die neu anzuwendende Publizitätsrichtlinie der SWX Swiss Exchange geschaffen, um die Corporate Governance von insbesondere börsenkotierten Aktiengesellschaften zu verbessern. Ich habe im Rahmen der vorliegenden Studie untersucht, ob die Empfehlungen der Experten Eingang in die schweizerische Praxis gefunden haben.

Vorgehen beim Erstellen der Studie

Im Fokus der Erhebung standen die an der SWX Swiss Exchange kotierten kleineren und mittleren Unternehmen, die so genannten Small & Mid Caps. Grössere Unternehmen werden in der Öffentlichkeit viel

„Corporate Governance ist die Gesamtheit der auf das Aktionärsinteresse ausgerichteten Grundsätze, die unter Wahrung von Entscheidungsfähigkeit und Effizienz auf der obersten Führungsebene Transparenz und ein ausgewogenes Verhältnis von Führung und Kontrolle anstreben.“ (Swiss Code of Best Practice)

kritischer beobachtet und sind hier deshalb nicht berücksichtigt. Die nachfolgende Analyse basiert auf Daten und Informationen öffentlich zugänglicher Quellen sowie auf Telefoninterviews mit Repräsentanten der ausgewählten Unternehmen. Das komplexe Gebiet der Corporate Governance wurde anhand von zehn Kriterien untersucht, zu welchen wiederum fünf bis 15 Subkriterien gebildet wurden. Jedes Subkriterium wurde mit einer Punktzahl bewertet. Das theoretisch erreichbare Maximum differierte für jedes

Unternehmen je nach Relevanz der Fragestellung und/oder dem Zugang zu Informationen. Die Summe aller bewerteten Subkriterien ergab ein Total, welches relativ zum individuell erreichbaren Maximum betrachtet Direktvergleiche zwischen den Unternehmen möglich macht.

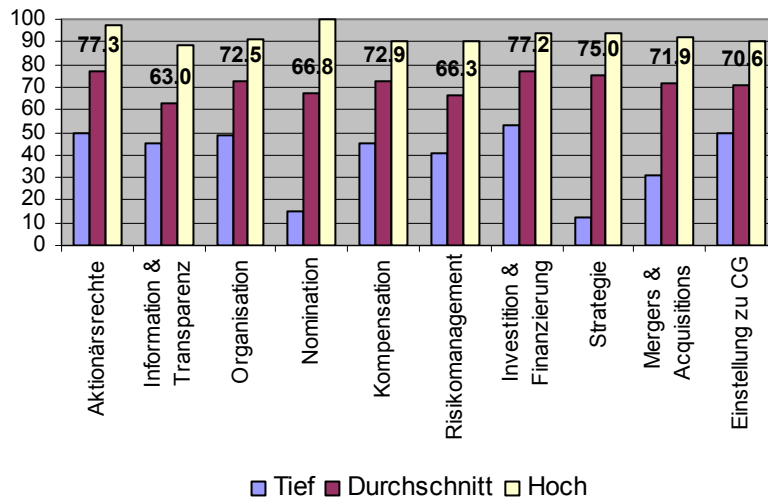
Einschränkungen

Ich bin davon ausgegangen, dass die erteilten Auskünfte den Tatsachen entsprechen und habe diese nicht weiter überprüft. Eine Verifizierung anhand weiterer Dokumente hätte den Rahmen dieser Studie gesprengt. Die von mir befragten Personen waren jedoch in der Lage zu erkennen, welche Antworten zu höheren Punktzahlen und somit zu einem höheren Rang führen würden. Insofern überrascht es nicht, dass dort höhere Punktzahlen erzielt wurden, wo unsere Möglichkeiten zur Plausibilisierung der Aussagen beschränkt waren.

Ergebnisse

Die Durchschnittsergebnisse sowie die erreichten Höchst- und Tiefstwerte zu den einzelnen Kriterien sind nachfolgend dargestellt. Bei einer Punktzahl von über 75 sind die definierten Anforderungen an wirksame Corporate Governance gut bis sehr gut erfüllt.

Die Kriterien im Direktvergleich



Die Grafik zeigt, dass die Kriterien Information & Transparenz, Risikomanagement und Nomination den tiefsten Durchschnittswert aufweisen. Die Streuung der Ergebnisse ist bei der Nomination mit einem Tiefstwert von 15 und einem Höchstwert von 100 Punkten am stärksten ausgeprägt. Beim Risikomanagement und der Information & Transparenz könnte man aufgrund der geringen Divergenz der Extremwerte von einer Standardisierung auf tiefem Niveau sprechen. Die Kriterien Aktionärsrechte, Investition & Finanzierung und Strategie erreichen einen Wert, der dem Optimalzustand nahe kommt und nur geringe Schwächen aufweist. Darunter fällt weiter die extreme Streuung beim Kriterium Strategie auf (Höchstwert: 94 Punkte; Tiefstwert: 12 Punkte), während bei den Kriterien Aktionärsrechte und Investition & Finanzierung eine relativ geringe Standardabweichung festzustellen ist. Hier darf man somit eine Standardisierung auf hohem Niveau vermuten.

Ich interpretiere die Ergebnisse der Untersuchung zusammenfassend wie folgt:

- Die Einstellung gegenüber Corporate Governance-Postulaten hat die meines Erachtens notwendige Punktzahl nicht erreicht. Trotz intensiver Diskussion scheint sich die Problemstellung (noch) nicht in der gewünschten Tiefe im Bewusstsein der Entscheidungsträger manifestiert zu haben.
- Vordergründigen Corporate Governance-Forderungen wie Einheitsaktien, Bildung von VR-Ausschüssen oder Doppelspitzen wurde weitgehend entsprochen, vermutlich um sich unmittelbarer Kritik zu entziehen. Diese Änderungen wurden aber teilweise eher als „kosmetisches Facelifting“ und nicht im Sinne nachhaltiger Verbesserungen umgesetzt.
- Systematisches Risikomanagement, welches nicht nur Finanzanlagen, sondern auch operative Risiken umfasst, ist eher selten anzutreffen und kann keinesfalls als Standard betrachtet werden.
- Auch im Bereich Transparenz & Kommunikation sind weitere Verbesserungen anzustreben. Viele heute zu publizierende Themen wie beispielsweise das Organisationsreglement für VR & GL sollten nicht bloss den Soll-Zustand beschreiben, sondern umfassende und konkrete Informationen über den aktuellen Zustand enthalten. Zudem beinhaltet keiner der betrachteten Geschäftsberichte alle Aspekte der Publizitätsrichtlinie.
- Von Aussenstehenden schwer zu bewertende Kriterien wie Finanzierung & Investition, Strategie und Mergers & Acquisitions erzielen relativ hohe Werte, was im Widerspruch zu anderen empirischen Erkenntnissen steht. Die besonders im letzten Jahr zu beobachtenden Goodwillabschreibungen, hohen Anlagenverluste und/oder willkürliche Strategieänderungen, Salärexzesse und ähnliches sprechen eine andere Sprache. Auch in diesen Fragen dürften sich zwischen dem von den Unternehmen beschriebenen Ist-Zustand und den Fakten respektive der tatsächlichen Ausprägung in der Praxis nicht unerhebliche Differenzen ergeben.
- Unübersehbar sind Bestrebungen des Managements, auf die Bereiche Nomination, Kompensation und Internal Audit Einfluss zu nehmen.
- Bei den Aktionärsrechten sind Verbesserungen erzielt worden, indem die Aktionäre vermehrt auf ihre Rechte und Position aufmerksam gemacht werden. Die Erkenntnis, dass Massnahmen zur Abwehr von Übernahmen letztlich die Management- und nicht die Aktionärsinteressen schützen, indem sie die Realisation von Übernahmeprämien verhindern, hat sich hingegen erst teilweise durchgesetzt.
- Die Gesamtergebnisse und insbesondere die Firmenrangfolge sollten mit Vorsicht beurteilt werden. Unbeantwortete Fragen hatten keine Abzüge zur Folge, wodurch einige Unternehmen vorteilhafte Werte erhalten.
- Ganz allgemein kann festgehalten werden, dass rund ein Drittel der analysierten Unternehmen Corporate Governance Strukturen aufweisen, welche dem Sinn und Geist des Swiss Code und anderer Richtlinien entsprechen. Bei einem weiteren Drittel sind Bemühungen erkennbar, welche in die richtige Richtung zielen. Und

beim letzten Drittel scheint Corporate Governance eine untergeordnete Rolle zu spielen.

Wichtig erscheint mir in diesem Zusammenhang auch die zeitliche Dimension. Obwohl Lehre und Forschung zum Thema Corporate Governance nicht neu sind, ist dieses erst seit relativ kurzer Zeit einem breiteren Publikum bekannt gemacht worden. Die Änderung von Einstellungen und Verhaltensweisen erfordert Zeit, und die Entwicklung steht erst am Anfang.

2 Motivation und Zielsetzung

Corporate Governance hat sich in jüngster Zeit zu einem der meist diskutierten Themen in Wirtschaftskreisen entwickelt. Im Zentrum der Diskussionen stehen die aus dem Principal-Agenten-Theorem und der

Das Prinzipal-Agenten-Theorem:

Die Aktionäre (Prinzipal) delegieren die operative Führung an die Unternehmensleitung (Agent). Diese Trennung von Eigentum und Führung lässt einen Informationsvorteil zu Gunsten der Agenten entstehen, deren Interessen nicht zwangsweise mit den Interessen der Prinzipale übereinstimmen müssen. Unter den Annahmen (i) einer solchen Informationsasymmetrie zwischen dem Prinzipal und dem Agenten und (ii) der Existenz von Akteuren, die gemäß individueller Nutzenmaximierungskalküle handeln, entstehen verschiedene Probleme, die mittels transparenter Unternehmenspolitik und einem ausgewogenem Verhältnis von Führung und Kontrolle (Definition Corporate Governance) eingeschränkt werden können.

damit verbundenen Informationsasymmetrie resultierenden Probleme, welche in den 30er-Jahren zum ersten Mal beschrieben wurden. Die Häufung von Unternehmenskrisen in den vergangenen Jahren sowie das Bekanntwerden exzessiver Management-saläre haben das Bedürfnis nach gemeinhin akzeptierten Regeln ausgewogener Unternehmensführung weiter akzentuiert. Einige dieser Fälle hätten bei einer funktionierenden Corporate Governance wohl vermieden werden können.

Im Kreuzfeuer der Kritik stehen im Zusammenhang mit Corporate Governance vor allem folgende Umstände:

- Der Verwaltungsratspräsident ist mit dem Vorsitzenden der Geschäftsleitung identisch. Eine effektive Kontrolle wird dadurch eingeschränkt;
- Die Entschädigung von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat steht in keinem Verhältnis zum geschaffenen Shareholder Value;
- Die Massnahmen zur Abwehr unfreundlicher Übernahmen schützen das Management und limitieren Realisierungschancen;
- Die Aktionäre werden in der Ausübung ihrer Rechte eingeschränkt.

In Folge der verheerenden ökonomischen Ereignisse der letzten Jahre sind von verschiedener Seite Anstrengungen unternommen wor-

den, der Kritik an der Schweizer Corporate Governance entgegenzuwirken. So erarbeitete eine Expertengruppe unter Leitung des Verbandes Economiesuisse ein Leitlinien-Papier – den so genannten „Corporate Governance – Swiss Code of Best Practice“. Die in diesem Katalog dargelegten Richtlinien und Empfehlungen versprechen die unternehmerischen Strukturen zu verbessern, und die bereits angesprochene Informationsasymmetrie zwischen dem Unternehmen und seinen Anspruchsgruppen zu verringern.

Der als „soft law“ konzipierte Swiss Code wird durch die von der SWX Swiss Exchange ausgearbeitete „Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance“ ergänzt. Die im Gesetz verankerte Publizitätsrichtlinie definiert dabei, welche Informationen auszuweisen sind, und in welchem Umfang über die unternehmenseigene Corporate Governance im Geschäftsbericht Rechenschaft abgelegt werden soll.

Da der Swiss Code lediglich Empfehlungscharakter aufweist und somit eine Corporate Governance-konforme Unternehmungspolitik gesetzlich nicht verankert ist, lag der Gedanke nahe, die unternehmerische Umsetzung dieser Grundsätze anhand einer Studie zu überprüfen. Diese soll den Stakeholdern einen umfassenden Überblick über den Status Quo vermitteln und eine erweiterte Entscheidungsgrundlage liefern.

3 Die Studie

Die vorliegende Corporate Governance Studie hat 55 schweizerische Small und Mid Caps untersucht, die an der SWX Swiss Exchange kotiert sind.¹ Grössere Unternehmen sind in der Regel einer umfassenden Kontrolle durch Analysten und Medien ausgesetzt und waren daher für meine Studie weniger interessant.

Die ausgewählten Unternehmen wurden im Hinblick auf die Umsetzung der im Swiss Code und der Publizitätsrichtlinie verankerten Empfehlungen untersucht. Zehn definierte Kriterien bildeten die Grundlage des Fragenkatalogs. Rund die Hälfte der Kriterien wird in der Corporate Governance-Literatur immer wieder genannt. Aufgrund ihrer wirtschaftlichen Bedeutung haben ich weitere Kriterien, wie z.B. Mergers & Acquisitions oder Strategie, hinzugefügt. Zu jedem Kriterium wurden fünf bis 15 Fragen gestellt. Die entsprechenden Antworten lieferten für jedes Kriterium eine gewisse Punktzahl. Der pro Kriterium erreichbare Höchstwert variiert von Fall zu Fall, da einzelne Unternehmen entweder an den Interviews nicht teilnahmen oder gewisse Fragen für einzelne nicht relevant waren.

¹ Banken, Chemie-, Einzelhandels- und Transportunternehmen wurden nicht analysiert.

Kriterien

Aktionärsrechte	Identifiziert und quantifiziert Stimmeinschränkungspotenziale und direkte Einflussmöglichkeiten seitens der Aktionäre;
Information und Transparenz	Analysiert Breite und Tiefe der zur Verfügung gestellten Informationsbasis unter Berücksichtigung verschiedener Kommunikationskanäle (Jahresbericht, direkte Kontakte, etc);
Organisation von Verwaltungsrat und Geschäftsführung	Betrachtet die zu Grunde liegenden Reglemente und untersucht die Organisation in Hinblick auf Zusammensetzung und Delegation der Verantwortung;
Nomination	Überprüft die Nominationsprozesse und Verantwortlichkeitsverteilung bei der Besetzung von wichtigen Positionen;
Kompensation	Analysiert das Vorgehen bei der Bestimmung der Kompensation und beurteilt deren Darstellung;
Risikomanagement	Betrachtet Umfang und Organisation von internen und externen Kontrollinstanzen und untersucht den Umgang mit Risiken;
Investition und Finanzierung	Beschäftigt sich mit allgemeinen Abläufen sowie den ihnen zu Grunde liegenden Reglementen;
Strategie	Untersucht Quantität und Qualität der vorhandenen Dokumente unter Berücksichtigung der jeweiligen Entstehungsprozesse;
Mergers & Acquisitions	Analysiert M&A-Prozesse und hinterfragt den Zusammenhang zur Gesamtstrategie;
Einstellung zu Corporate Governance	Untersucht die persönliche Einstellung der Corporate Governance Verantwortlichen gegenüber Aktionären und hinterfragt das allgemeine Verständnis von Corporate Governance;

Neben der Einteilung nach Kriterien wurden die Unternehmen nach Branchentypen unterschieden. Da keine signifikanten branchenspezifischen Ergebnisse festgestellt wurden, haben ich auf eine Darstellung des Branchenvergleichs verzichtet.

3.1 Quellen

Zur Beantwortung der gestellten Fragen wurden öffentlich zugängliche Quellen oder Internetinformationen, wie z.B. der Geschäftsbericht, genutzt. Weiter stützt sich die Beurteilung bei ausgewählten Aspekten der internen Prozesse und Organisation auf ein persönliches Interview mit der zuständigen Person, wie z.B. dem Leiter der Investor Relations oder dem CFO.

3.2 Auswertung

Im Folgenden werden die Ergebnisse der Studie sowie die wichtigsten Erkenntnisse zu den einzelnen Kriterien näher erläutert. Die Anzahl der analysierten Unternehmen variiert je nach Thema, da nicht alle Unternehmen zu allen Fragen Auskunft erteilen konnten. Unternehmen, welche auf die Angabe relevanter Informationen bezüglich eines spezifischen Kriteriums verzichteten, wurden nicht in die themenvergleichende Analyse miteinbezogen.

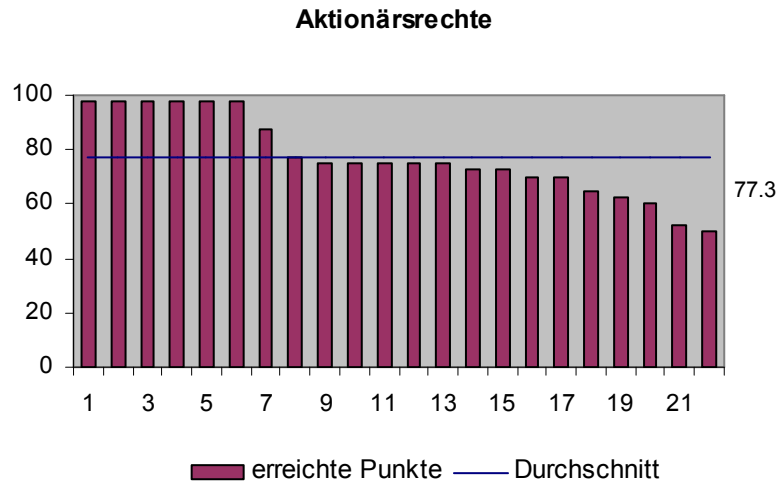
Je nach Erfüllungsgrad wurden den einzelnen Subkriterien Punkte zugeordnet. Diese wurden gewichtet und ergaben schliesslich für jedes Unternehmen ein Gesamtergebnis pro Kriterium. Die Punktzahlen lassen sich mit Hilfe der folgenden Tabelle interpretieren:

75-100	Kriterien werden weitgehend erfüllt und weisen keine oder nur geringe Schwächen auf;
50-75	Kriterien werden nur ausreichend erfüllt; Schwächen klar erkennbar;
25-50	Kriterien werden nur unzureichend erfüllt; signifikante Schwächen erkennbar;
0-25	Kriterienenerfüllung wird vollständig verfehlt;

3.2.1 Aktionärsrechte

Laut Swiss Code steht den Aktionären grundsätzlich die letzte Entscheidung in der Gesellschaft zu. Unter diesem Kriterium werden mögliche Entscheidungs- bzw. Stimmrechtseinschränkungen und direkte Einflussmöglichkeiten seitens der Aktionäre identifiziert und qualifiziert.

Die Ergebnisse zu den einzelnen Subkriterien fallen recht unterschiedlich aus. So werden die Aktionärsrechte in Bezug auf das Stimmrecht weitestgehend erfüllt. Im Gegensatz dazu werden immer noch übertriebene Vorkehrungen getroffen, um feindliche Übernahmen abzuwehren. Die folgende Grafik zeigt die erreichte Punktzahl der 22 Unternehmen, sowie die durchschnittliche Bewertung des Kriteriums. Mit einem Durchschnitt von 77.3 Punkten gehört dieses Kriterium zu den am höchsten bewerteten. 15 der 22 Unternehmen weisen nur geringe Schwächen auf.



Im Folgenden werden die aus unserer Sicht wichtigsten Resultate diskutiert.

Einschränkung der Stimmrechtsausübung²

In den letzten Jahren hat sich der Leitsatz „One share, one vote, one dividend“ bei börsenkotierten Unternehmen zunehmend durchgesetzt. Diese Philosophie wird auch von der Mehrheit der Schweizer Unternehmen vertreten. Nicht einmal 20% besitzen noch Partizipations- und Genussscheine, Aktionärsbindungsverträge oder behandeln einzelne Kategorien privilegiert, zum Beispiel mittels Vorzugsaktien oder unterschiedlicher Rechte für die Besitzer von Inhaber- und Namenaktien. Nur in wenigen Fällen war die Stimmrechtsausübung von Nominees an besondere Voraussetzungen gebunden. Dazu zählen etwa die

² 52 von 55 Unternehmen machten diesbezüglich im Geschäftsbericht Angaben und/oder gaben am Telefon Auskunft.

Freigabe der Information betreffend des eigentlichen Aktionärs oder die auf einen bestimmten Prozentsatz an den Gesamtstimmen limitierte Nomineeeintragungen.

Einflussmöglichkeiten des Aktionärs³

Das Gesetz gibt einen flexiblen Rahmen für die Kompetenzen der Aktionäre vor. Sie können den materiellen und personellen Rahmen der Gesellschaft im Wesentlichen selber bestimmen. Die Ausführung dieser Entscheidungen obliegt dann letztendlich der Geschäftsleitung. Damit jedoch die Geschäftsleitung im Sinne der Aktionäre handelt, müssen wirksame Anreize vorhanden sein. Deshalb untersuchte ich, ob Beteiligungsprogramme implementiert worden sind und ob dieses Beteiligungsprogramm die Zustimmung des Aktionärs erhalten hat.

72% der Unternehmen haben Beteiligungsprogramme, wie z.B. Mitarbeiteroptionen, Aktienzuteilungen und/oder Aktienverkäufe, implementiert. Diese sind bei 57% durch bedingtes (vom Aktionär zustimmungspflichtiges) Kapital gedeckt.

Abwehr feindlicher Übernahmen⁴

Viele Unternehmen haben Massnahmen getroffen, um mögliche feindliche Übernahmen abzuwehren. Meines Erachtens sind diese Abwehrmassnahmen nicht im Sinne des Aktionärs, da dieser nicht von möglichen Übernahmeprämien profitieren kann. Diese Vorkehrungen schützen hauptsächlich das (möglicherweise fehlbare) Management. Je einfacher die Übernahme eines Unternehmens, desto grösser ist die Chance, dass ein schlecht geführtes Unternehmen übernommen wird, da der neue Eigentümer offenbar die Möglichkeit sieht, den Unternehmenswert unter neuem Management zu steigern. Die potentielle Gefahr eines Stellen- und/oder Reputationsverlustes wiederum veranlasst das Management, im Interesse des Eigentümers zu handeln und den Unternehmenswert zu steigern.

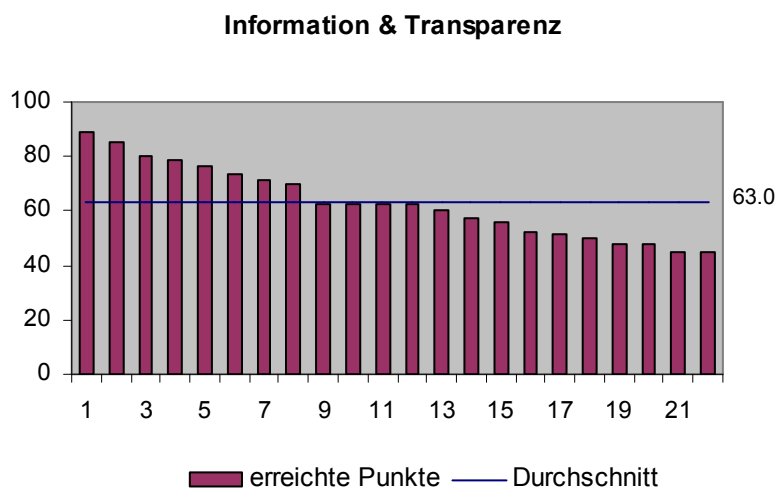
Die Studie ergab, dass dieser für Corporate Governance wichtige Mechanismus bei den Unternehmen nur bedingt greifen kann, weil 58% der Unternehmen übermässige Vorkehrungen zur Abwehr feindlicher Übernahmen getroffen haben. In den meisten Fällen sind dies Prozentklauseln (3 - 10% des Gesamtkapitals), die festlegen, ab welchem Schwellenwert keine Eintragungen ins Aktienbuch mehr vorgenommen werden. Bei einigen Unternehmen kann diese Schwelle nur mit Genehmigung des Verwaltungsrates überschritten werden.

³ 49 von 55 Unternehmen machten diesbezüglich im Geschäftsbericht Angaben und/oder gaben am Telefon Auskunft.

⁴ 48 von 55 Unternehmen machten diesbezüglich im Geschäftsbericht Angaben und/oder gaben am Telefon Auskunft.

3.2.2 Information und Transparenz

Um das Management angemessen überwachen zu können, sind die Aktionäre auf eine transparente Rechnungslegung, die Offenlegung von Führungsstruktur, Kompetenzregelungen und Managemententscheidungen sowie auf effiziente Kontrollmechanismen und Mitbestimmungsrechte angewiesen. Die genaue Struktur der Geschäftsführung und deren Aufgabenteilung ist den Aktionären in der Regel jedoch nicht bekannt. Dies erschwert die Kontrolle der Unternehmung. Sowohl die neue Richtlinie der SWX Swiss Exchange als auch der Swiss Code of Best Practice zielen darauf ab, durch erhöhte Transparenz die Überwachungsmöglichkeiten von Aktionären zu verbessern. Vor diesem Hintergrund wurde untersucht, inwieweit die Unternehmen die Publizitätsrichtlinien erfüllen. Weiter beurteilte ich die interne und externe Kommunikation sowie die Vorkehrungen betreffend Insiderstrafnorm und ad-hoc-Publizität.



Das Kriterium Information und Transparenz erzielte in unserer Studie den tiefsten Durchschnittswert aller Kriterien. Aus der folgenden Grafik ist ersichtlich, dass 16 von 22 Unternehmen eine nur ausreichende oder unbefriedigende Performance vorweisen. Mit einem Durchschnitt von 63 Punkten ist dieses Kriterium am schlechtesten bewertet.

Publizitätsrichtlinie⁵

Bei dieser Fragestellung konnten alle untersuchten Unternehmen einbezogen werden, da anhand einer Checkliste analysiert wurde, inwieweit der jeweilige Geschäftsbericht den Anforderungen der Publizitätsrichtlinie gerecht wird.

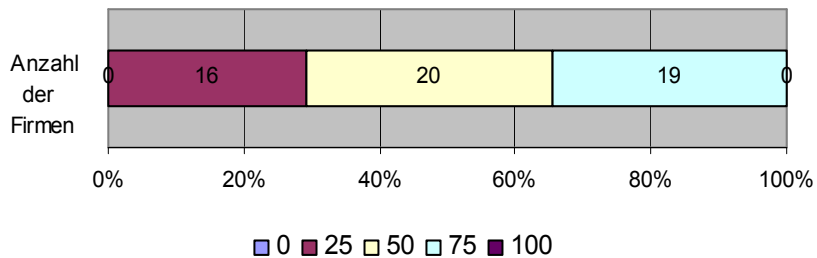
Die Mehrheit der Unternehmen weist hier Schwächen auf. In den meisten Fällen fehlten Angaben zu Minderheitsbeteiligungen, Bestand an eigenen Aktien, wichtigen Verträgen (z.B. Outsourcing und Aktionärs-

⁵ 55 Unternehmen wurden anhand ihrer Angaben im Geschäftsbericht analysiert.

bindungsverträge), Dividendenpolitik sowie allfälligen kotierten Tochtergesellschaften mit Kotierungsort, Börsenkapitalisierung und Valorennummer. Zudem fallen bei vielen die Informationen zu Aufsichts- und Kontrollinstrumenten des Verwaltungsrates und dessen interner Aufgabenteilung zu knapp aus. Zwar werden Kontrollinstrumente wie das Management Information System genannt, ihre Wirkungsweise im Allgemeinen jedoch nicht erklärt. Weiter werden die Aufgaben und Kompetenzen des Verwaltungsrates in allgemeiner Form (Gesetzestext) genannt, die genaue Aufschlüsselung auf die einzelnen Mitglieder aber fehlt. Dieser Aspekt wäre von Vorteil, damit sich der Leser (Aktionär) ein genaues Bild von der Kongruenz von Aufgaben, Kompetenzen und Verantwortung machen kann. Auch der Abschnitt, welcher sich mit der Kompensation von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung befasst, ist bei den meisten Unternehmen sehr kurz bemessen. Hier erhält der Leser Informationen über die Höhe der Gesamtkompensation und Angaben zum etwaigen Optionsplan (Anzahl, Laufzeit, Bezug, Ausübung). Auch hier fehlen häufig wichtige Angaben, wie z.B. die Bemessungsgrundlage der ausgegebenen Mitarbeiter-Optionen und/oder Aktienzuteilungen. Bei vielen Unternehmen beinhaltet die Gesamtkompensation der Geschäftsleitung auch einen variablen Teil (z.B. Erfolgsbeteiligung), der laut Corporate Governance-Abschnitt durch den Erreichungsgrad „von individuellen und betriebswirtschaftlichen Zielen“ bestimmt wird. Diese Aussage hört sich zwar gut an, sagt aber wenig darüber, ob die variable Lohnkomponente tatsächlich an unternehmenswertrelevante Faktoren (EBIT, Kapitalkosten etc.) gekoppelt ist. In einigen Fällen halten es Unternehmen nicht für notwendig den Aktionär über seine Mitwirkungsrechte zu informieren. Angaben betreffend Stimmrechtsbeschränkungen und Stimmvertretung, Eintragung im Aktienbuch, Traktandierung und Statutorische Quoren sind in der Regel unzureichend oder fehlen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der Grossteil der untersuchten Geschäftsberichte signifikante Schwächen aufweist. Inwieweit dies mit der noch fehlenden Erfahrung auf diesem Gebiet zusammenhängt, wird die Zukunft zeigen.

Erfüllen der Publizitätsrichtlinie



Aus der obigen Grafik ist ersichtlich, dass keines der 55 Unternehmen die Maximalpunktzahl 100 erreicht. 16 Unternehmen erzielen eine un-

genügende Bewertung (25 Punkte). 20 erfüllen die Publizitätsrichtlinie ausreichend (50 Punkte) und 19 Geschäftsberichte weisen diesbezüglich nur geringe Schwächen auf (75 Punkte).

Weitere Aspekte hinsichtlich Information & Transparenz

Neben der Analyse des Geschäftsberichtes bezüglich der Publizitätsrichtlinien wurden die Unternehmen zu ihrer externen Kommunikation befragt. Hierbei sollten sie einerseits über die Frequenz der Kontakte mit Investoren und Finanzanalysten Auskunft geben. Andererseits wurde auch untersucht, ob allfällige Unterschiede in der Behandlung dieser beiden Interessensgruppen vorliegen.

Die Umfrage ergab, dass über 40% der Unternehmen weniger als fünf Mal pro Jahr Kontakte mit Investoren und Finanzanalysten pflegen. Positiv zu bewerten ist die Tatsache, dass nur bei einem Unternehmen eine unterschiedliche Behandlung der beiden Interessengruppen zu erkennen war. Darüber hinaus verfügten fast alle Unternehmen über institutionalisierte „Investor Relations“.

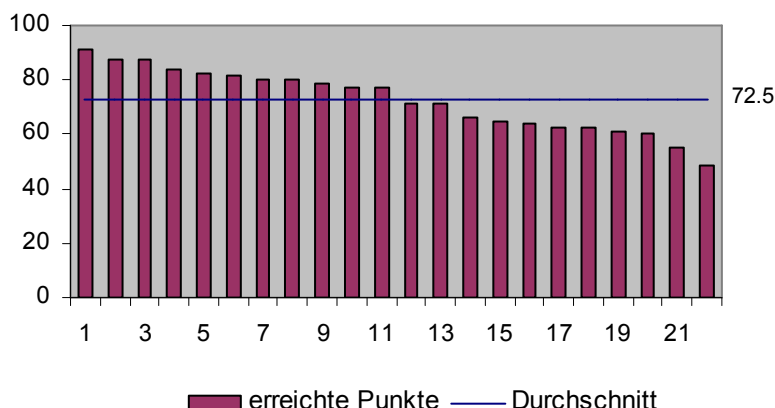
Erfreulicherweise ist festzuhalten, dass 76% der Verwaltungsräte nach eigenen Angaben Vorkehrungen bezüglich Insiderstrafnorm und ad-hoc Publizität getroffen haben. Diese entsprechen den Richtlinien der SWX Swiss Exchange und liegen in der Regel in schriftlicher Form vor. Die Jahres- und Halbjahresabschlüsse sind bei über 95% der Unternehmen in mindestens zwei Sprachen (mehrheitlich Englisch und Deutsch) in Druckform und im Internet erhältlich. Einige Unternehmen stellen im Internet auch das Organisationsreglement, die Statuten und Information zur Generalversammlung (GV-Traktanden, Einladung, Protokolle) zur Verfügung.

3.2.3 Organisation von VR & GL

Ein zentraler Bestandteil des Swiss Code ist die Organisation von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung. Unter diesem Gesichtspunkt wurde untersucht, inwieweit die Empfehlungen des Swiss Code von den Unternehmen umgesetzt werden. Eine Beurteilung der fachlichen Kompetenz des Verwaltungsrates wurde nicht vorgenommen, da dies den Rahmen dieser Studie sprengen würde.

Gemäss Umfrage haben viele Verwaltungsräte die Zeichen der Zeit erkannt und wählen ihre Mitglieder zunehmend nach sachlich-objektiven Kriterien aus. Besonderes Augenmerk schenkte ich auch der Organisation des Verwaltungsrats. Die Analyse zeigt, dass bei vielen Unternehmen die Organisation des Verwaltungsrats nicht den Anforderungen an wirksame Corporate Governance entspricht. Fast die Hälfte der 22 Unternehmen erfüllt die Kriterien nur ausreichend. Der Durchschnitt liegt bei 72.5 Punkten.

Organisation von VR & GL



Die Unabhängigkeit des Verwaltungsrates⁶

Damit der Verwaltungsrat seine unentziehbaren und unübertragbaren Aufgaben im Sinne des Aktionärs und des Gesetzes wahrnehmen kann, empfiehlt der Swiss Code Unabhängigkeit der Verwaltungsratsmitglieder. Durch strikte Trennung der Kompetenzen von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat kann der Grundsatz der Ausgewogenheit von Leitung und Kontrolle erfüllt und einem potentiellen Interessenkonflikt vorgebeugt werden. Dies gilt jedoch nur unter der Voraussetzung, dass keines der Verwaltungsratsmitglieder bedeutende Geschäftsbeziehungen mit dem Unternehmen pflegt, da dadurch seine Unabhängigkeit verloren ginge.

Die Ergebnisse fallen sehr unterschiedlich aus. So vertraut der Verwaltungsrat bei 18% der Unternehmen den Vorsitz des Verwaltungsrats und die Führung der Geschäftsleitung ein- und derselben Person an (Personalunion). Eine hundertprozentige Unabhängigkeit des Verwaltungsrates ist hingegen nur bei 34% gegeben. Bei fast allen Verwaltungsräten, die nicht ausschliesslich aus nicht-exekutiven Mitgliedern bestehen, ist der CEO Mitglied.

Die Ausschüsse⁷

Auf Grund der rasanten Veränderung der Unternehmensumwelt können die verschiedenen Aspekte der Geschäftstätigkeit nur noch bedingt von den einzelnen Verwaltungsratsmitgliedern verarbeitet werden. Oft fehlt es an Zeit und teilweise auch an Know-how, um sämtliche Aufgaben erfolgreich erfüllen zu können. Deshalb empfiehlt der Swiss Code die Bildung von spezialisierten Ausschüssen.

⁶ 55 Unternehmen machten diesbezüglich im Geschäftsbericht Angaben und/oder gaben am Telefon Auskunft.

⁷ 55 Unternehmen machten diesbezüglich im Geschäftsbericht Angaben und/oder gaben am Telefon Auskunft.

Zwar haben dem Swiss Code entsprechend 86% der Unternehmen Ausschüsse gebildet, deren Wirkungsweise ist jedoch bei einem Drittel nicht gewährleistet.

Weitere Aspekte hinsichtlich Organisation von VR & GL

Darüber hinaus untersuchte ich, ob die Unternehmen über ein schriftliches Organisationsreglement verfügen, welches die Stellen und Organe aufführt und eine klare Stellenbeschreibung für den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung enthält. Nur so ist sichergestellt, dass Kompetenzen und Aufgaben der beiden Organe kongruent sind und voneinander getrennt werden.

Über 77% der Befragten haben laut eigenen Angaben ein schriftliches Reglement, das den Anforderungen gerecht wird. 18% der Reglemente regeln neben der üblichen Kompetenz- und Aufgabenteilung auch die Beurteilung eigener Leistungen sowie die Nachfolgeplanung für den Verwaltungsrat.

Damit das Management gewillt ist, ein gewisses Risiko einzugehen, muss es gegenüber eventuell auftretenden rechtlichen Klagen abgesichert sein. Über 80% der Befragten haben Berufshaftpflichtversicherungen für die Geschäftsleitung und den Verwaltungsrat abgeschlossen.

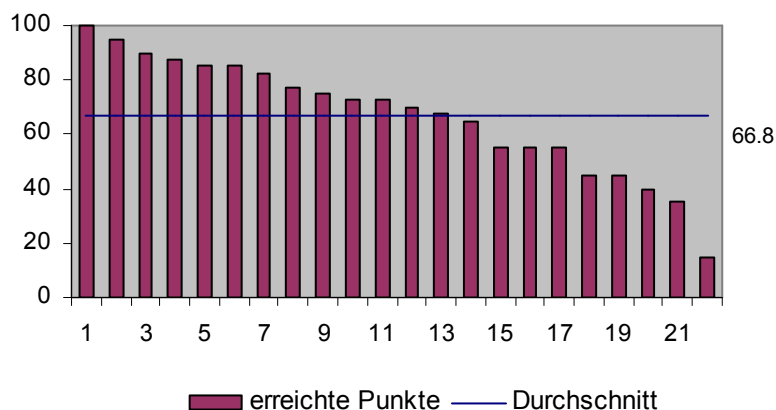
Die Erfordernisse betreffend Nationalität und Amtsdauer von Verwaltungsratsmitgliedern sind von den meisten Unternehmen erfüllt. Ein klarer Trend zu alljährlichen (Bestätigungs-) Wahlen ist hingegen nicht erkennbar.

3.2.4 Nomination von VR & GL

Weiter befasste sich die Umfrage mit der Nomination von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung. Um ein Unternehmen erfolgreich strategisch und operativ steuern zu können, müssen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung gewisse Forderungen bezüglich Kompetenz (z.B. Fachkenntnisse über das Kerngeschäft, internationale Erfahrungen etc.) erfüllen. Die Vergangenheit hat leider gezeigt, dass die fachliche Kompetenz nicht immer der ausschlaggebende Punkt bei der Vergabe von Verwaltungsratsmandaten gewesen sein kann.

In der Untersuchung wird dieses Kriterium im Durchschnitt verhältnismässig tief bewertet. So erzielen lediglich neun der 22 Unternehmen eine zufriedenstellende Bewertung. Die nachstehende Grafik zeigt überdies, dass die Performance der Unternehmen sehr stark divergiert. Während die erreichte Höchstpunktzahl beim absoluten Maximum von 100 Punkten liegt, erzielte ein anderes Unternehmen lediglich 15 Punkte.

Nomination von VR & GL



Vorschläge für die Zusammensetzung von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat

Um ein Corporate Governance-gerechtes Führungsgremium zu gewährleisten, empfiehlt der Swiss Code die Bildung eines Verwaltungsratsausschusses (Nomination Committee), welcher Kandidaten für die Neubesetzung von Geschäftsleitungspositionen und Verwaltungsratsitzen vorschlägt. Für den Nominierungsausschuss sieht der Swiss Code keine Unabhängigkeitsanforderungen vor. Dieser sollte aber mehrheitlich aus nicht-exekutiven VR-Mitgliedern bestehen. Meiner Ansicht nach sollten dem Nominationskomitee überhaupt keine exekutiven Mitglieder, und insbesondere nicht der Chief Executive Officer angehören, da damit die unabhängige Meinungsbildung im Verwaltungsrat kaum gewährleistet ist. Das eigentliche Wahlrecht für Positionen in der Geschäftsleitung und im Verwaltungsrat erachte ich bei diesem Kriterium als irrelevant, da nur über Alternativen entschieden werden kann, die vorab vorgeschlagen worden sind.

Nur 56% der Unternehmen entsprechen diesen Anforderungen bezüglich des Vorschlagsrechts für die Geschäftsleitung. Zwar haben 65% der Unternehmen einen hierfür zuständigen Ausschuss gebildet; diesem aber gehört in 52% der Fälle der CEO als Mitglied oder als ständigen Beisitzer (Berater) an. In einigen Fällen wird der CFO direkt vom CEO bestimmt. Bei einem Unternehmen werden Personen für geschäftsleitende Positionen vom Managementteam vorgeschlagen. Beim Vorschlagsrecht für Verwaltungsratsmitglieder entsprechen nur 40% der Befragten den definierten Anforderungen.⁸ Wie auch beim Vorschlagsrecht für die Geschäftsleitung ist hier wichtig, dass die Geschäftsleitung beim Auswahlprozess keine Entscheidungsbefugnis hat, damit die vorgeschlagenen Verwaltungsräte den jeweiligen Kompetenzanforderungen entsprechen und ihrer Aufsichts- und Kontrollpflicht im Sinne effektiver Corporate Governance nachgehen.

⁸ 25 Prozent der Befragten machten keine Angaben bezüglich des Vorschlagsrechts für Verwaltungsratsmitglieder und wurden somit mit einer unzureichenden Punktzahl bewertet.

Weitere Aspekte bei der Nominierung von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat

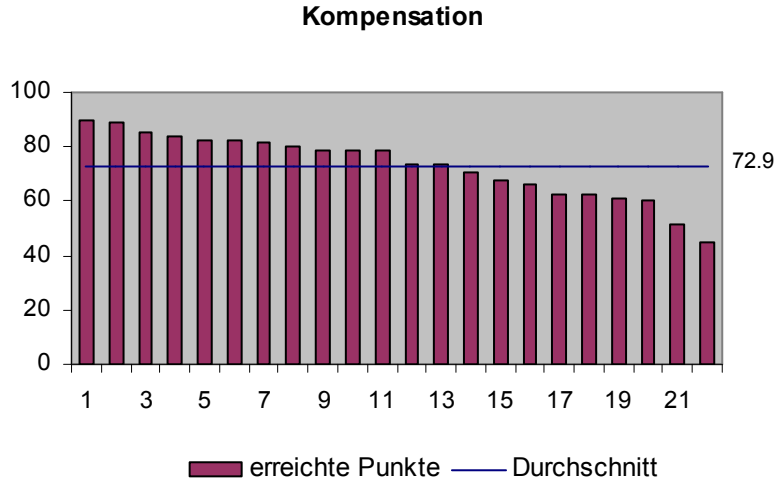
Neben dem Vorschlagsrecht befragte ich die Unternehmen zum Auswahlprozess bei der Besetzung von Top-Stellen. Ich wollte wissen, inwieweit dieser Prozess standardisiert und professionalisiert ist.

68% der erfassten Unternehmen weisen keine oder nur geringe Schwächen auf. Sie haben eine Nachfolgeplanung und benutzen für den Auswahlprozess eine klare Stellenbeschreibung, beauftragen spezialisierte Dienstleister und/oder konsultieren externe Berater.

3.2.5 Kompensation

Die Kompensation des Managements gehört zu den meist diskutierten und kritisierten Aspekten der Corporate Governance. In Verruf geraten sind Wertschriftenoptionen, da sie der Komplexität teilweise nicht gerecht wurden und unerwünschte Anreize ausgelöst haben. Grundsätzlich gehört eine leistungsorientierte Kompensation zu den wichtigsten Instrumenten, um das Prinzipal-Agenten-Problem zu entschärfen. Sie schafft nämlich gemeinsame Interessen, welche Zielkonflikte mindern.

Die Untersuchung zeigt, dass bei diesem Kriterium neun von 22 Unternehmen nur ausreichend abschneiden. Der Durchschnitt liegt bei 72.9 Punkten.



Wer macht Vorschläge bezüglich der Art der Kompensation⁹

Auf Grund der Tatsache, dass der Aktionär nur in den wenigsten Fällen bei der Kompensation mitentscheiden kann (siehe Aktionärsrechte), ist es notwendig, eine unabhängige Instanz zu schaffen, welche die Kompensation des Managements objektiv und angemessen fest-

⁹ 51 von 55 Unternehmen machten diesbezüglich im Geschäftsbericht Angaben und/oder gaben am Telefon Auskunft.

legt. Der Swiss Code empfiehlt auch hier die Bildung eines Verwaltungsratsausschusses; des so genannten Compensation Committees.

88% der Unternehmen haben einen für Kompensation zuständigen Ausschuss gebildet. Bei 37% dieser Ausschüsse ist jedoch die Unabhängigkeit nicht oder nur bedingt gewährleistet, weil der CEO oder ein anderes Mitglied der Geschäftsleitung darin vertreten ist.

Zusammenhang zwischen Kompensation und Werttreibern¹⁰

Wie bereits erläutert, sollte das Anreizsystem das Management dazu motivieren, den Unternehmenswert nachhaltig zu steigern. Die Erfahrung aus vergangenen Jahren hat gezeigt, dass eine Gleichschaltung der Interessen von Managern und Aktionären mit Hilfe von bestimmten Kompensationskomponenten, wie Stock Options und Bonuszahlungen scheiterte, da diese nicht langfristig und/oder an falschen Kennzahlen ausgerichtet waren. Deshalb untersuchte ich nicht nur, ob ein Anreizsystem für das Management besteht, sondern auch ob dieses eine langfristig ausgerichtete Unternehmenswertsteigerung fördert.

Gemäss Umfrage enthält die Gesamtkompensation bei 76% der Unternehmen eine Komponente, welche entweder an Werttreiber gekoppelt ist (Bonuskonten) oder die Geschäftsleitung auf Grund ihres Charakters unternehmenswerttreibend handeln lässt (Stock Options, Aktienzuteilungen). Ein Grossteil dieser Unternehmen hat bei den Beteiligungsprogrammen Sperrfristen und Ausübungsfristen von mehr als drei Jahren implementiert, was auf eine mittelfristige Orientierung schliessen lässt.

Festlegung der Gesamtkompensation

Weiter interessierte wie die Höhe der Gesamtkompensation bestimmt wird. Um die Verhältnismässigkeit zu gewährleisten, sollten kompensatorische Entscheidungen nicht willkürlich, sondern auf Grund möglichst objektiver Kriterien getroffen werden. Es stellt sich die Frage, inwieweit eine Corporate Governance-gerechte Entlohnung (durch Benchmarks, Marktvergleiche etc.) sichergestellt worden ist. 41% der Befragten weisen in diesem Punkt Mängel auf.

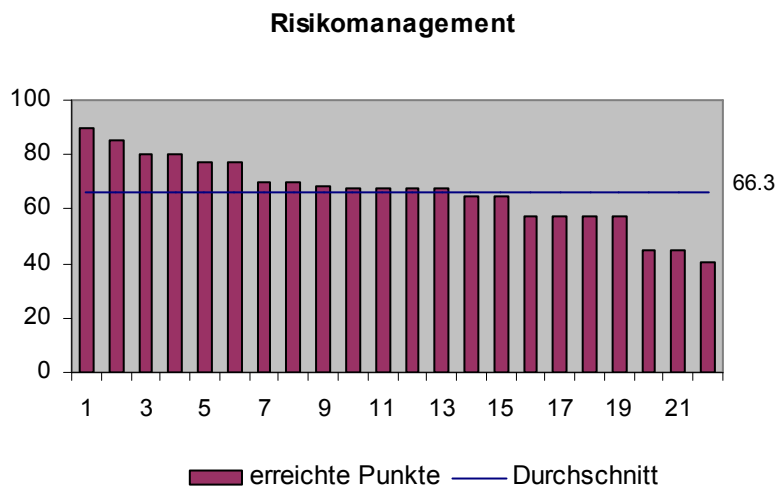
3.2.6 Risikomanagement

Damit ein Unternehmen im Markt erfolgreich bestehen kann, muss es gewisse Geschäftsrisiken eingehen. Dies bedingt eine vorgängige Analyse der möglichen Risiken sowie eine Beurteilung, welche der Risiken toleriert, versichert oder vermieden werden können. Nach der Risikoevaluation sollte das interne Kontrollsystem diesen Erkenntnissen angepasst werden. Im Zuge der sich rapide ändernden Unternehmensumwelt ist es ferner zwingend, dass die Unternehmen ihre

¹⁰ 55 Unternehmen machten diesbezüglich im Geschäftsbericht Angaben und/oder gaben am Telefon Auskunft.

operativen und finanziellen Risiken laufend überprüfen und das interne Kontrollsystem anpassen. Um dessen Wirksamkeit zu gewährleisten, fordert der Swiss Code den Einsatz einer Kontrollinstanz (Interne Revision), die das interne Kontrollsystem regelmässig überprüft und die Ergebnisse dem Verwaltungsrat oder dem zuständigen Ausschuss mitteilt.

Die Umfrage ergab, dass bei 16 von 22 Unternehmen entsprechende Strukturen fehlen. Mit einem Durchschnitt von 66.3 Punkten positioniert sich dieses Kriterium im unteren Drittel.



Risikomanagement

Wie bereits erläutert, sollte man die unternehmerischen Risiken nicht nur kennen, sondern auch managen. Deshalb braucht jedes Unternehmen ein den individuellen Anforderungen entsprechendes Risikomanagement. Allerdings zeigt die Umfrage, dass in diesem Punkt noch erheblicher Nachholbedarf besteht. Nicht einmal die Hälfte der befragten Unternehmen besitzt ein institutionalisiertes Risikomanagement.

Hingegen versuchen die meisten Unternehmen ihre finanziellen Risiken (Zinsrisiko, Währungsrisiko) durch den Einsatz von Derivativen zu minimieren. Über 82% der analysierten Unternehmen gehen Zins- und Währungskontrakte ein und/oder versuchen durch „Natural Hedge“ ihre externen Risiken abzusichern. Die Inkongruenz dieser Ergebnisse lässt darauf schliessen, dass viele Unternehmen noch nicht verstanden haben, dass nebst den finanziellen Risiken auch den operativen Risiken die erforderliche Beachtung geschenkt werden muss.

Kontrollinstanzen

Bezüglich Kontrollinstanzen zeigt die Studie, dass die meisten Unternehmen den Anforderungen des Swiss Code zwar auf den ersten Blick gerecht werden. 81% besitzen eine interne Revision, welche die

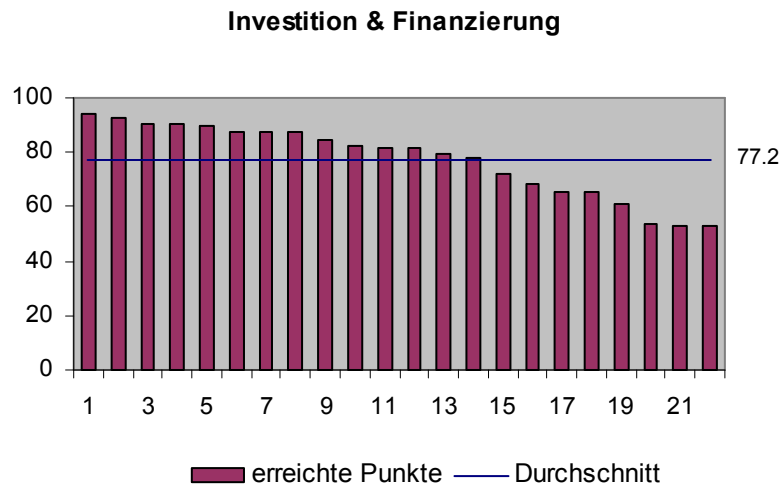
Wirksamkeit der internen Kontrollsysteme und die des Risikomanagements überprüft und die Ergebnisse entweder dem Verwaltungsrat oder dem zuständigen Ausschuss (Audit Committee) rapportiert. Jedoch ist die Unabhängigkeit der internen Revision mehrheitlich nicht gewährleistet. In über 50% der Fälle ist sie direkt dem CFO unterstellt. Es liegt auf der Hand, dass bei einer Konstellation, wo der Überprüfte die Überprüfung zumindest beaufsichtigt, keine objektive Einschätzung möglich ist.

Zudem interessierte, inwieweit die externe Revision ihren Aufgaben und Pflichten effektiv nachgehen kann. Indikator bildete die Höhe der Beratungshonorare im Verhältnis zum Revisionshonorar. Je grösser dieser Anteil, desto weniger ist von einer vollständigen Unabhängigkeit der externen Revision und somit einer angemessenen Prüfung auszugehen. Die Untersuchung zeigte, dass viele Wirtschaftsprüfungsgesellschaften auch nach den jüngsten Bilanzskandalen immer noch bedeutende Beratungshonorare von den von ihnen geprüften Unternehmen erhalten. Bei über 39% der Unternehmen betrug das Beratungs- im Verhältnis zum Revisionshonorar 80% oder mehr.¹¹

3.2.7 Investition und Finanzierung

Ein weiteres Kriterium der Studie beschäftigt sich mit der betrieblichen Praxis von Investition und Finanzierung sowie den diesbezüglichen unternehmensinternen Reglementen. Ohne die Einhaltung gewisser betriebswirtschaftlicher Grundsätze, wie z.B. der Fristenkongruenz oder einer effizienten Kapitalallokation, kann kein Unternehmen auf Dauer bestehen, geschweige denn Mehrwerte für den Aktionär schaffen. Deshalb bin ich der Ansicht, dass auch dieses Thema im Zusammenhang mit Corporate Governance analysiert werden muss.

Die Untersuchung zeigt, dass dieses Kriterium mit durchschnittlichen



77.2 Punkten den zweiten Rang in der Gesamtbewertung erreichte.

¹¹ 49 von 55 Unternehmen machten diesbezüglich im Geschäftsbericht Angaben und/oder gaben am Telefon Auskunft.

Lediglich sieben von 22 Unternehmen erfüllen die definierten Anforderungen bloss mit „ausreichend“.

Vom VR verabschiedete Richtlinien

In diesem Abschnitt wurde untersucht, ob vom Verwaltungsrat verabschiedete Richtlinien für betriebliche Investitionen und/oder Finanzanlagen existieren. Bei 78% der Befragten hat der Verwaltungsrat schriftliche Regeln bezüglich der Finanzanlagenpolitik erlassen. Diese definieren z.B. die angestrebte Zusammensetzung des Finanzportfolios mit der gewünschten Rendite - Risikokonstellation oder etwa die Genehmigungspflicht des Verwaltungsrates, wenn die Einzelanlage eine bestimmte Höhe übersteigt.

Besonders bei Versicherungsgesellschaften mit signifikanten Finanzanlagen interessierte, ob diese einen Ausschuss bilden, welcher ausschliesslich für die Erstellung der Anlagestrategie und -Politik sowie für die Überwachung der Anlagetätigkeit verantwortlich ist. Hier stellte sich heraus, dass lediglich zwei der fünf Versicherer einen Anlageausschuss implementiert haben.

Weiter stellte ich fest, dass Anlagen in Derivative nur getätigt werden, um Währungs-, Rohstoff- und/oder Zinsrisiken zu versichern.

Für betriebliche Investitionen hat der Verwaltungsrat in 77% der Fälle Reglemente verabschiedet. So müssen beispielsweise Investitionsanträge an den Verwaltungsrat gestellt werden, wenn die Anlage eine bestimmte Höhe übersteigt. Weiter gibt es Regeln über die anzuwendenden Investitionsrechenverfahren für kleinere Beträge und die Höhe des jährlichen Investitionsbudgets.

Weitere Aspekte hinsichtlich Investition & Finanzierung

Des Weiteren überprüfte ich die Einhaltung gewisser Finanzierungsregeln. Das Augenmerk lag hier auf der Fristenkongruenz von Investitionen und Finanzierung: Langfristiges Anlagevermögen sollte mit langfristigem Kapital finanziert werden. Die Analyse des Deckungsgrades zeigt, dass fast alle Unternehmen diese Regeln zu berücksichtigen scheinen.

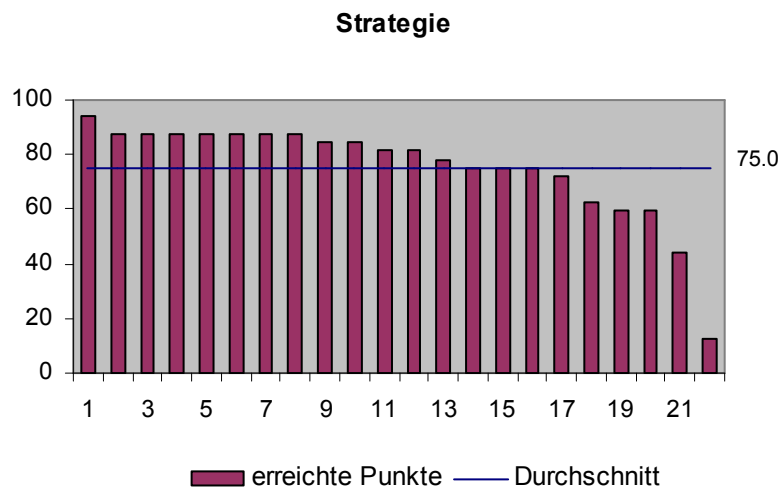
Die risikogerechten Kapitalkosten wurden von den meisten Unternehmen analytisch hergeleitet und dienen als Entscheidungsgrundlage für Investitionen.

Bei keinem der Unternehmen wurden signifikante Anlagen in nicht-betriebliche Vermögen gefunden.

3.2.8 Strategie

Die Unternehmensstrategie bildet die Grundlage zur Erreichung der mittel- und langfristigen Ziele. Deshalb war es wichtig, auch diesen Aspekt in die Evaluation der Unternehmen mit einfließen zu lassen. Untersucht wurde, welche Massnahmen die Unternehmen getroffen haben, um strategiekonforme Ziele und Verhaltensweisen sicherzustellen.

Die meisten Unternehmen entsprechen weitgehend den definierten Anforderungen. Im Durchschnitt erreichen die Befragten eine Bewertung von 75 Punkten.



Mangels Einsicht in die Strategiedokumente musste ich mich allerdings auch hier auf die mündlichen Aussagen der Interviewten stützen.

Vollständigkeit der Strategiedokumente

Die Basis für ein strategiekonformes Verhalten im Unternehmen ist das Vorhandensein bestimmter strategischer Dokumente, wie z.B. dem Mission/Vision Statement, Leitbild und/oder Business Plan, als Orientierungshilfen. 77% der Befragten verfügen über entsprechende Strategieg Grundlagen und Dokumente. Bei den übrigen ist keine Gesamtstrategie zu erkennen und/oder sind keine entsprechenden Dokumente vorhanden.

Qualität der Unterlagen

Um strategisches Vorgehen sowie eine angemessene Kontrolle zu gewährleisten, müssen die strategischen Dokumente nicht nur vorhanden sondern auch qualitativ zufrieden stellend sein. Die Qualität der strategischen Dokumente (speziell die des Businessplans) weist bei kurzer Analyse nur bei zwei Unternehmen erhebliche Schwächen auf. Bei den meisten werden die mittel- und langfristigen Ziele und die

Massnahmen und Mittel zu deren Erreichung breit kommuniziert und institutionalisiert. Weiter werden verschiedene Szenarien und Alternativen aufgezeigt.

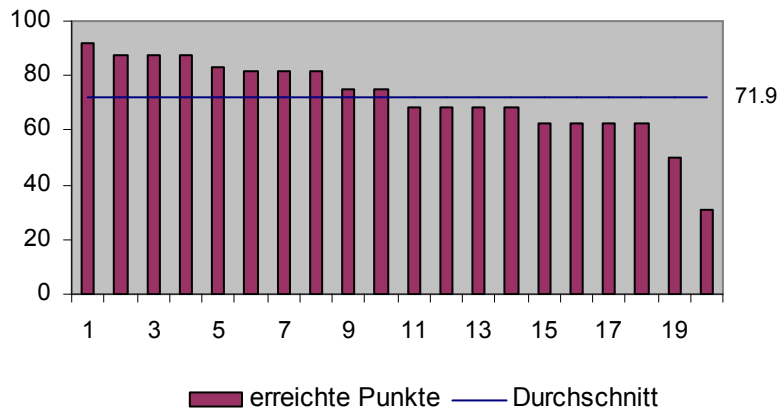
Entstehung und Entwicklung

Ob die gewählte Strategie erfolgsversprechend ist und die Ziele erreicht werden, hängt unter anderem von ihrem Entwicklungsprozess ab. Deshalb ist es wichtig, schon in diesem Stadium professionell und mit einem breit abgestützten Instrumentarium (z.B. unter Einbezug von Theorie, externen Beratern etc.) zu arbeiten. Die Befragung zeigt, dass gerade hier 41% der Unternehmen einen erheblichen Aufholbedarf haben. Auf der anderen Seite haben drei der Befragten einen so genannten Strategieausschuss gebildet, der einerseits für die Strategieentwicklung und andererseits für die Kontrolle der strategischen Umsetzung verantwortlich ist.

3.2.9 Mergers & Acquisitions

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass in Jahren starken wirtschaftlichen Wachstums und hohen Investitionsaufkommens Unternehmen dazu neigen, einen expansiven Kurs einzuschlagen, der sich in vielen Fällen von den Kernkompetenzen entfernt und/oder durch übereiltes Handeln zu schweren Verlusten führen kann. Die teilweise massiven Verluste im Jahre 2002 sind vorwiegend auf Wertberichtigungen bei überzahlten Akquisitionen zurückzuführen. Daher braucht es entsprechende Richtlinien für Akquisitionen und Devestitionen. Die Auswertung zeigt, dass bei der Hälfte der 22 Unternehmen nur geringe Schwächen feststellbar sind, während lediglich zwei Unternehmen eine unzureichende Performance aufweisen. Dies steht im Widerspruch zu den beobachtbaren Abschreibungen und lässt vermuten, dass die mündlichen Aussagen betreffend M&A-Aktivitäten weniger den wirtschaftlichen Tatsachen als eher einem Sollbild entsprechen.

Mergers & Acquisitions



Akquisitions- und Devestitionsrichtlinien

Zu diesem Stichwort überprüfte ich, inwieweit Vorkehrungen getroffen werden, um Akquisitionen bzw. Devestitionen in regelten Bahnen durchzuführen. Bei 68% der Befragten sind schriftlich formulierte Richtlinien implementiert, die z.B. Auskunft über mögliche Ziele, den Ablauf und die Geschäftstätigkeit einer Akquisition geben.

Professionalität

Substanzwerte verlieren bei der Bestimmung des Unternehmenswertes zunehmend an Bedeutung. Bei der am Häufigsten verwendeten Discounted Cash Flow- und Marktwertmethode ist auf Grund der hohen Volatilität der Bewertungsergebnisse der Beizug entsprechender Spezialisten erforderlich. Dies gilt somit auch für Akquisitionen. Die Befragung ergab, dass lediglich 17% der Unternehmen bei Akquisitionen auf den Beizug von spezialisierten Beratern verzichten.

Integration

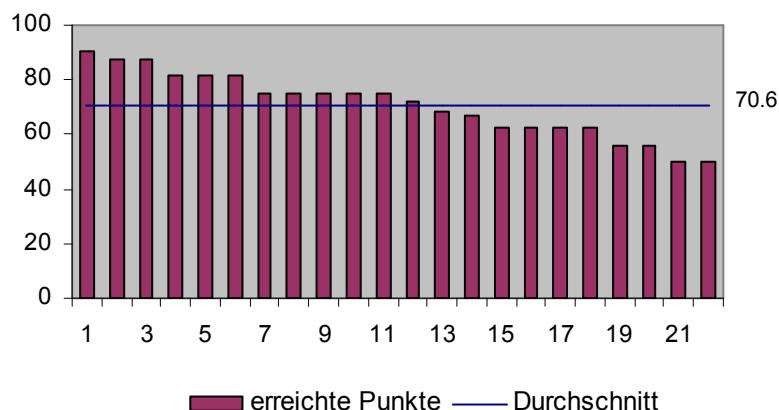
Als Grund für die Akquisition eines Unternehmens werden oft das Erreichen strategischer Ziele (Marktanteil, Eintritt in neue Segmente usw.) und das Generieren von Synergien genannt. Diese können jedoch nur ausgeschöpft werden, wenn das akquirierte Unternehmen aktiv integriert wird (Anpassung von Produktion, Administration, Forschung und Entwicklung usw.). Bei 22% der Befragten spielt diese Phase allerdings eine untergeordnete Rolle.

3.2.10 Einstellung zu Corporate Governance

Grundlage für eine Corporate Governance-gerechte Unternehmensführung ist einerseits das Verständnis und die Akzeptanz des Prinzipal-Agenten-Problems und andererseits der Wille von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, dies in zeitgemässe Strukturen und Prozesse umzusetzen. Ich erachte dieses Kriterium als eines der Wichtigsten, da das Bewusstsein und die Grundeinstellung gegenüber Corporate Governance Postulaten die Gestaltung der Kompensation, Nomination und Strategie beeinflusst.

Ich stellte fest, dass in vielen Fällen entweder das Verständnis für Corporate Governance und/oder eine aktionärsbezogene Einstellung des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung fehlte. Die Hälfte der 22 Unternehmen erzielte eine nur ausreichende Bewertung. Der Durchschnitt liegt bei 70.6 Punkten.

Einstellung zu Corporate Governance



Verständnis des Prinzipal-Agenten-Problems

Untersucht wurde auch, ob das Prinzipal-Agenten-Problem und dessen Implikation bekannt sind. Ein Drittel der Befragten machte nur sehr ungenaue und/oder falsche Angaben. Weiter wollte ich wissen, wie wichtig die Unabhängigkeit des Verwaltungsrates sei, um dieses Problem zu lösen. Die Antworten dazu entsprechen der jeweiligen Organisation des Verwaltungsrats und nicht einem anzustrebenden Soll-Zustand. Unternehmen, bei welchen auch exekutive Mitglieder im Verwaltungsrat vertreten sind, setzen auf einen guten Mix zwischen Unabhängigkeit und Know-how. Indes ist für Unternehmen mit ausschliesslich nicht-exekutiven Verwaltungsratsmitgliedern die Kontrolle der Geschäftsleitung und eine aktionärsfreundliche Führung nur bei völliger Unabhängigkeit des Verwaltungsrats gewährleistet.

Die Einstellung des Verwaltungsratspräsidenten und des CEO's¹²

Die Einstellung des VRP und des CEO's zu den Aktionären wurde anhand des Vorworts im aktuellen Geschäftsbericht beurteilt. Da dieses mitunter die einzige Möglichkeit des VRP und des CEO's ist, den Aktionären wichtige vergangene und zukünftige Aspekte der Geschäftstätigkeit mitzuteilen, sollte dies als Chance genutzt werden. Aus diesen Äusserungen leitete ich ab, inwieweit der VRP und der CEO die Interessen der Aktionäre in ihre alltäglichen Entscheidungen einfließen lassen. 46% der Vorworte entsprechen nicht meinen Vorstellungen von gelebtem Shareholder-Value-Denken. Sie sind oft oberflächlich und enthalten kaum Aussagen über Massnahmen zur Steigerung des Unternehmenswerts.

¹² Von 55 Unternehmen wurde das Vorwort bewertet.

3.3 Auswertung nach Unternehmen

Die 55 analysierten Unternehmen werden nachfolgend namentlich aufgelistet. Die Erkenntnisse setzen sich aus individueller Beurteilung zusammen und werden schliesslich in einer branchenübergreifenden Rangfolge zusammengefasst. Weil die erreichbare Maximalpunktzahl der einzelnen Unternehmen auf Grund fehlender Relevanz und/oder fehlender Bereitschaft, weitere Auskünfte zu erteilen, variiert, gilt der prozentuale Erreichungsgrad der individuellen maximalen Punktzahl als vergleichendes Mass.

Um einen besseren Vergleich der Ergebnisse zu gewährleisten, wurden zwei Unternehmungsgruppen gebildet. Bewertungsverzerrungen, die auf bereits angegebene Gründe zurückzuführen sind (vgl. Unterpunkt 3.2), sind somit weitgehend ausgeschlossen. Im ersten Klassement werden Unternehmen ausgewiesen, die über den Informationsgehalt öffentlich zugänglicher Quellen hinaus weitere Auskünfte erteilen. In der zweiten Rangfolge sind Unternehmen erfasst, deren Bewertungen ausschliesslich auf Geschäftsberichten und weiteren öffentlichen Quellen beruht. Diese Aufteilung gewährleistet, dass Unternehmen mit gleicher Informationsbasis miteinander verglichen werden können.

Klassement 1	
Unternehmen	Branche
Unternehmen im oberen Drittel (74-84 Punkte)	
Converium	Insurance
Forbo	Construction & Building
Helvetia Patria	Insurance
Mikron	Machinery & Engineering
Saia-Burgess	Machinery & Engineering
SIG	Machinery & Engineering
Sika	Construction & Building
Unternehmen im mittleren Drittel (64-73 Punkte)	
Adval Tech	Machinery & Engineering
Agie Charmilles	Machinery & Engineering
Ascom	Technology
Geberit	Construction & Building
Georg Fischer	Machinery & Engineering
Hiestand	Food
Leica	Technology
Saurer	Machinery & Engineering
Temenos	Technology
Unternehmen ¹³	Technology
Unternehmen im unteren Drittel (52-63 Punkte)	
Belimo	Machinery & Engineering
LEM	Technology
Straumann	Medical Technology
Synthes-Stratec	Medical Technology
WMH	Machinery & Engineering

¹³ Unternehmen möchte nicht genannt werden.

Klassement 2	
Informationsbasis: Öffentliche Quellen ohne Interviews	
Unternehmen	Branche
Unternehmen im oberen Drittel (66-75 Punkte)	
Affichage	Media & Publishing
Amazys	Technology
Centerpulse	Medical Technology
Feintool	Machinery & Engineering
Generali	Insurance
Inficon	Technology
Interroll	Machinery & Engineering
Kaba	Machinery & Engineering
Komax	Machinery & Engineering
Micronas	Technology
National	Insurance
Phoenix Mecano	Machinery & Engineering
Publigruppe	Media & Publishing
Rieter	Machinery & Engineering
Schindler PC	Machinery & Engineering
Swisslog	Machinery & Engineering
Tecan	Medical Technology
Tornos	Machinery & Engineering
Unternehmen im mittleren Drittel (56-65 Punkte)	
Actelion	Medical Technology
Arbonia Foster	Construction & Building
Bobst	Machinery & Engineering
Bucher Industries	Machinery & Engineering
Edipresse	Media & Publishing
Huber+Suhner	Technology
Kardex PC	Machinery & Engineering
Sarna	Construction & Building
Schweiter	Machinery & Engineering
Vaudoise	Insurance

Unternehmen im unteren Drittel (45-64 Punkte)	
Lindt & Sprüngli	Food
Nextrom Holding	Food
Schaffner	Technology
SEZ	Technology
Zehnder	Construction & Building

