

zRating - Corporate Governance in kotierten Schweizer Small & Mid Cap-Unternehmen 2010

Empirische Studie
3. Juni 2010



Imprint

Herausgeber	zCapital AG, Zug
Autorin der Studie	Jolanda Stadelmann, CFA
Bezugsquelle	zCapital AG, www.zcapital.ch
Schutzgebühr	CHF 25.00

© 2010 zCapital AG, Zug

«Das Lesen und Verstehen der Corporate Governance der einzelnen Firmen ist sehr wichtig. Es verhält sich wie bei einem Vertrag. Auch die kleingedruckten allgemeinen Geschäftsbedingungen müssen verstanden werden. Aktionäre unterschätzen die Risiken ungenügender Corporate Governance.»

Management Summary

Steigende Bedeutung der Corporate Governance

Die Bedeutung der Corporate Governance beim Investieren hat zugenommen. Davon sind wir, die Partner der zCapital, überzeugt. Deshalb interessieren wir uns dafür, wie die Situation der Corporate Governance im Anlageuniversum von zCapital, bei den kotierten Schweizer Small & Mid Caps, aussieht. Im Jahr 2009 haben wir eine erste empirische Studie über die Corporate Governance in diesem Segment veröffentlicht.

Diese Studie hat eine Lücke in der vorhandenen Literatur geschlossen. Vorher war keine umfassende Untersuchung der Schweizer Nebenwerte erstellt worden. Die Schweizer Börse legt mit der Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance zwar fest, welche Informationen die Unternehmen veröffentlichen müssen, äussert sich aber nicht dazu, was eine gute Corporate Governance beinhalten soll. Der in der Schweiz 2002 von Economiesuisse veröffentlichte Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance stellt für die Unternehmen lediglich eine freiwillige Leitlinie dar.

Die vorliegende Studie ist eine Aktualisierung der ersten Auflage. Sie zeigt die Situation der Corporate Governance in kotierten Schweizer Nebenwerten basierend auf den Geschäftsberichten 2009. Zudem befasst sich die Studie mit der Entwicklung der Corporate Governance in der Schweiz. Besonderen Einfluss darauf dürfte die aktuelle Aktienrechtsreform haben.

zRating macht Corporate Governance messbar und vergleichbar

Für eine umfassende Beurteilung der Corporate Governance in den Schweizer Nebenwerten definieren wir 52 Kriterien aus den vier Kategorien Aktionärszusammensetzung und Kapitalstruktur, Zusammensetzung des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung, Entschädigungen und Beteiligungen sowie Mitwirkungsrechte der Aktionäre. Nebst der Analyse der einzelnen Kriterien soll die Qualität der Corporate Governance von einzelnen Unternehmen beurteilt werden. Dazu werden die gewählten Kriterien in einem Scoring-Modell gewichtet und mit Punkten bewertet. Die Summe der Punkte beträgt maximal 100.

In der empirischen Studie werden 130 Unternehmen des SPI Extra (Schweizer Nebenwerte-Index) auf die gewählten 52 Kriterien geprüft. Die Daten werden grösstenteils aus den Geschäftsberichten der Unternehmen genommen oder direkt bei den Unternehmen angefragt.

Auf vielseitigen Wunsch wird dieses Jahr auch das zRating der SMI-Titel analysiert und direkt mit der vorliegenden Studie publiziert. Bei diesen Unternehmen verzichten wir auf eine genaue Analyse der einzelnen zCapital-Kriterien.

Mehrheitlich zufriedenstellende Corporate Governance

Die Auswertung zeigt, dass die Situation der Corporate Governance in der Schweiz mehrheitlich zufriedenstellend ist. Sie hat sich gegenüber dem Vorjahr leicht verbessert. Die Fortschritte wurden vor allem in Bereichen erzielt, die sich sehr einfach verändern lassen. Beispielsweise wurden die Informationen auf der Homepage und im Geschäftsbericht ausführlicher und transparenter dargestellt. Grössere Änderungen, wie beispielsweise die Abschaffung von Stimmrechtsbeschränkungen wurden nur vereinzelt beobachtet. Zudem sind solche von den Unternehmen meist nur auf externen Druck vorgenommen worden.

Die durchschnittliche Punktzahl im zRating beträgt 65. Die höchste Punktzahl bei den Nebenwerten hat Geberit mit 87 Punkten erreicht, dicht gefolgt von Valora mit 86 Punkten. Auf Rang 3 befindet sich Sulzer mit 82 Punkten. Am Schluss der Tabelle steht Montobiotech mit 36 Punkten. Bei den Blue Chips führt Lonza mit 93 Punkten vor Holcim mit 86 Punkten und Julius Bär mit 84 Punkten.

Die Aktionärsdemokratie wird in 38% der Unternehmen mit Stimmrechts- und Eintragungsbeschränkungen beschnitten. Dazu kommt die Übervorteilung eines Aktionärs oder einer Aktionärsgruppe mittels Grandfathering (volles Stimmrecht für Altaktionäre) in 21% der Unternehmen.

Das typische kotierte Schweizer Small & Mid Cap Unternehmen wendet für die Entschädigungen der Verwaltungsräte und Geschäftsleitungsmitglieder 4.6% des EBITDA auf. Dieser relative Anteil ist aufgrund der tieferen operativen Ergebnisse im 2009 leicht angestiegen. Die absoluten Entschädigungen der Verwaltungsräte sind im vergangenen Jahr leicht gesunken. Die Entschädigungen der Geschäftsleitungsmitglieder sind ebenfalls bei den meisten Unternehmen leicht reduziert worden. Der Durchschnittslohn ist aber angestiegen, weil einige Unternehmen exzessive Entschädigungen bezahlt haben.

Damit verdient ein durchschnittlicher Verwaltungsratspräsident 238'000 CHF und ein durchschnittlicher CEO 1.1 Mio. CHF. Die Bandbreite geht von 30'000 CHF bis 7.4 Mio. CHF bei den Entschädigungen der Verwaltungsratspräsidenten, respektive von 320'660 CHF bis 29.8 Mio. CHF bei den CEO-Gehältern.

Besondere Aufmerksamkeit erhalten in der diesjährigen Studie die 35% der Unternehmen mit einem Mehrheitsaktionär. Die Auswertung zeigt, dass auch solche Firmen eine sehr gute Corporate Governance haben können. Allerdings gibt es in der Schweiz eine Gruppe von Unternehmen mit Mehrheitsaktionär, die zwar kotiert sind, sich aber wie private Unternehmen verhalten. Diese Gesellschaften können sich, solange sie operativ erfolgreich sind und den Kapitalmarkt nicht beanspruchen, eine schlechte oder ungenügende Corporate Governance leisten.

Gute Corporate Governance bringt eine bessere Rendite für den Anleger

Der Performancevergleich zeigt, dass die Corporate Governance Einfluss auf die Aktienkursentwicklung haben kann. Die 10 Unternehmen mit der höchsten Punktzahl haben über die letzten 3 Jahre eine durchschnittlich 1.4% bessere Performance erzielt als die 10 Unternehmen mit der tiefsten Punktzahl.

Die Untersuchung kommt zum Schluss, dass die Corporate Governance analysiert werden soll, bevor ein Investment getätigt wird. Selbstverständlich sind die Ertragskraft und die Bewertung einer Unternehmung grundsätzlich wichtiger für die Performance als die Corporate Governance. Trotzdem muss ein informierter Investor wissen, welchen Stellenwert den Aktionären in einem Unternehmen eingeräumt wird. Die Analyse der Corporate Governance kann mit dem Durchlesen des Kleingedruckten bei einem Vertragsabschluss verglichen werden. So können Risiken bewusst wahrgenommen werden.

zCapital setzt sich für die Weiterentwicklung der Corporate Governance ein

Die Wahrnehmung der Stimmrechte ist für die Aktionäre der Schlüssel zur Verbesserung der Corporate Governance. zCapital möchte die Aktionäre dabei aktiv unterstützen. Damit die Orientierung im Dschungel der Generalversammlungstraktanden leichter fällt, publizieren wir auf unserer Website www.generalversammlung.net eine Übersicht mit unseren Stimmempfehlungen. Nebst der transparenten Publikation wie wir mit unseren Stimmrechten umgehen, soll es dem engagierten Aktionär einen möglichst umfassenden Zugang zu den Terminen der Generalversammlungen, den Einladungen mit den Traktanden sowie den Gesellschaftsstatuten geben.

zCapital ist dem Fundholder Value verpflichtet. Die Interessen der Anleger stehen für uns im Vordergrund. Wir werden das zRating weiterentwickeln und uns für die Verbesserung der Corporate Governance einsetzen.

Inhaltsverzeichnis

Management Summary	4
Tabellenverzeichnis	7
Abbildungsverzeichnis	8
Abkürzungsverzeichnis	8
1 Einleitung	9
1.1 zCapital	9
1.2 Corporate Governance.....	9
1.3 Feedback zur ersten Studie	9
1.4 Aufbau der Studie 2010.....	10
1.5 Bemerkungen.....	11
2 Problemstellung und Zielsetzung	12
3 Stand der wissenschaftlichen Diskussion	14
3.1 Definition Corporate Governance.....	14
3.2 Geschichte der Corporate Governance	14
3.3 Aktuelle Diskussionspunkte.....	17
3.4 Implikationen für Investoren	18
3.4.1 Bedeutung von Corporate Governance für Investoren	18
3.4.2 Beachtung der Corporate Governance zählt sich aus	19
3.4.3 Von Investoren nach wie vor vernachlässigt	20
3.5 Erkenntnisse aus der ersten Studie	20
4 Empirische Untersuchung	22
4.1 Festlegen der zu untersuchenden Kriterien.....	22
4.1.1 Bestehende Corporate Governance-Richtlinien.....	22
4.1.2 Auswahl der Corporate Governance-Kriterien.....	23
4.1.3 Scoring-Modell für zRating.....	23
4.2 Methodisches Vorgehen.....	24
4.3 Diskussion der Stichprobe.....	24
4.4 Grenzen der empirischen Untersuchung.....	25
5 Beschreibung der Corporate Governance-Kriterien und -Auswertung	26
5.1 Aktionärszusammensetzung und Kapitalstruktur.....	27
5.2 Zusammensetzung des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung	35
5.3 Entschädigungs- und Beteiligungsmodelle der Geschäftsleitung und des Verwaltungsrates... 45	
5.4 Mitwirkungsrechte der Aktionäre	57
6 zRating	67
6.1 Kategorien im zRating	70
6.2 Performance und zRating.....	73
6.3 Ausgewählte Kriterien und zRating	74
6.4 Unternehmen mit Grossaktionär.....	79
6.5 Unterschiede im Vergleich zum Vorjahr	82
6.6 SPI Extra versus SMI	83
7 Fazit der Corporate Governance in kotierten Schweizer Small & Mid Caps	86
7.1 Vergleich Nebenwerte und SMI-Titel.....	86
7.2 zRating im Anlageprozess	86
7.3 Zusammenarbeit mit den Unternehmen	87
7.4 Weitere Massnahmen seitens der Unternehmen	87
7.5 generalversammlung.net zur Unterstützung der Aktionärsdemokratie	88
8 Anhang	89
Quellenverzeichnis	91
Gesetze, Verordnungen, Richtlinien	92

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Von zCapital gewählte Corporate Governance-Kriterien	26
Tabelle 2: Rangliste des genehmigten und bedingten Kapitals	31
Tabelle 3: Rangliste des genehmigten Kapitals	31
Tabelle 4: Rangliste des bedingten Kapitals	31
Tabelle 5: Unternehmen mit Stimmrechtsaktien	33
Tabelle 6: Anzahl Verwaltungsratsmandate des Chairman	38
Tabelle 7: Unternehmen mit Personalunion Chairman und CEO	39
Tabelle 8: Grösste Anzahl Verwaltungsratssitzungen im letzten Geschäftsjahr	41
Tabelle 9: Kleinste Anzahl Verwaltungsratssitzungen im letzten Geschäftsjahr	41
Tabelle 10: Anzahl Verwaltungsratsmandate des CEO	43
Tabelle 11: Unternehmen mit Managementverträgen	44
Tabelle 12: Absolute Entschädigungen an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung	46
Tabelle 13: Kleinste absolute Entschädigungen an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung	46
Tabelle 14: Entschädigung Verwaltungsratspräsident und übrige Verwaltungsratsmitglieder in CHF	49
Tabelle 15: Höchste Gesamtentschädigung Verwaltungsratspräsident in CHF	49
Tabelle 16: Tiefste Gesamtentschädigung Verwaltungsratspräsident in CHF	50
Tabelle 17: Entschädigung CEO und übrige Geschäftsleitungsmitglieder in CHF	52
Tabelle 18: Höchste Gesamtentschädigung CEO in CHF	53
Tabelle 19: Tiefste Gesamtentschädigung CEO in CHF	53
Tabelle 20: Absolute Beteiligung der Verwaltungsräte in CHF	55
Tabelle 21: Grösste absolute Beteiligung pro Verwaltungsratsmitglied in CHF	55
Tabelle 22: Kleinste absolute Beteiligung pro Verwaltungsratsmitglied in CHF	55
Tabelle 23: Absolute Beteiligung der Geschäftsleitungsmitglieder in CHF	56
Tabelle 24: Grösste absolute Beteiligung pro Geschäftsleitungsmitglied in CHF	56
Tabelle 25: Kleinste absolute Beteiligung pro Geschäftsleitungsmitglied in CHF	57
Tabelle 26: Höchste relative Traktandierungshürde	60
Tabelle 27: Tiefste relative Traktandierungshürde	60
Tabelle 28: Tiefste absolute Traktandierungshürde nach Marktwert CHF	60
Tabelle 29: Rangliste zRating der SPI Extra-Unternehmen	68
Tabelle 30: Punkteverteilung in den 4 Kategorien	70
Tabelle 31: Höchste Wertungen Aktionärszusammensetzung & Kapitalstruktur	71
Tabelle 32: Höchste Wertungen Zusammensetzung des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung	71
Tabelle 33: Höchste Wertungen Entschädigungs-/ Beteiligungsmodelle	71
Tabelle 34: Höchste Wertungen Mitwirkungsrechte der Aktionäre	71
Tabelle 35: Kursentwicklung der besten 10 Unternehmen im zRating (2007 - 2009)	73
Tabelle 36: Kursentwicklung der schlechtesten 10 Unternehmen im zRating (2007 - 2009)	73
Tabelle 37: Vergleich der Aktienkursentwicklung in den letzten drei Jahren	74
Tabelle 38: Unternehmen mit einer Punktzahl von 50 bis 56	79
Tabelle 39: Punkte im zRating	80
Tabelle 40: Gesamtentschädigungen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung	80
Tabelle 41: Anteil unabhängige Verwaltungsräte	81
Tabelle 42: Personalunion Chairman und CEO	81
Tabelle 43: Beteiligungen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung in absoluten Zahlen	81
Tabelle 44: Aufsteiger des Jahres	82
Tabelle 45: Absteiger des Jahres	82
Tabelle 46: Rangliste zRating der SMI-Unternehmen	83
Tabelle 47: Vergleich der einzelnen Kategorien SMI und Nebenwerte	84
Tabelle 48: In der Studie erfasste SMC-Unternehmen und Datenquelle	89
Tabelle 49: In der Studie erfasste SMI-Unternehmen und Datenquelle	90
Tabelle 50: Unternehmen mit Entrepreneur	90

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: zCapital-Team9
Abbildung 2: Corporate Governance bringt Gleichgewicht der Interessensgruppen 14
Abbildung 3: Häufigkeitsverteilung Free Float..... 28
Abbildung 4: Aktiegattungen 33
Abbildung 5: Häufigkeitsverteilung unabhängige Verwaltungsratsmitglieder 37
Abbildung 6: Häufigkeitsverteilung Entschädigung Verwaltungsrat und Geschäftsleitung in CHF 47
Abbildung 7: Punkteverteilung im zRating 70
Abbildung 8: Auswertung eines einzelnen Unternehmens am Beispiel von Geberit 72
Abbildung 9: Eintragungs- und Stimmrechtsbeschränkungen im Vergleich zum Rang im zRating 74
Abbildung 10: Unternehmen mit Grandfathering 75
Abbildung 11: Platzierung von Unternehmen mit Personalunion Chairman und CEO 76
Abbildung 12: Rangierung von Unternehmen mit mindestens 80% unabhängigen Verwaltungsräten 76
Abbildung 13: Rangierung von Unternehmen mit Beteiligung an Publikumsgesellschaft 77
Abbildung 14: Rangierung von Unternehmen mit kotierten Optionen 78
Abbildung 15: Börsenkapitalisierung der Unternehmen und Rangierung im zRating..... 78
Abbildung 16: Unternehmen mit Entrepreneur und Rangierung im zRating 80
Abbildung 17: Punkteverteilung im zRating – SMI-Unternehmen 84

Abkürzungsverzeichnis

BEHG Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
bzw. beziehungsweise
d.h. das heisst
GL Geschäftsleitung
IKS Informations- und Kontrollsystem
OR Schweizerisches Obligationenrecht
resp. Respektive
SARs Stock Appreciation Rights
SIX SIX Swiss Exchange
VR Verwaltungsrat
vs. Versus