

# zRating - Corporate Governance in kotierten Schweizer Small & Mid Cap-Unternehmen 2011

Empirische Studie  
Dritte überarbeitete Auflage  
31. Mai 2011



**Imprint**

Herausgeber	zCapital AG, Zug
Autorin der Studie	Jolanda Stadelmann, CFA
Bezugsquelle	zCapital AG, <a href="http://www.zcapital.ch">www.zcapital.ch</a>
Schutzgebühr	CHF 25.00

© 2011 zCapital AG, Zug

Informationen für den engagierten Aktionär



*«Die Verbesserung der Corporate Governance kann mit Engagement der Aktionäre und konstruktivem Dialog mit den Unternehmen erreicht werden.»*

## **Management Summary**

### **Steigende Bedeutung der Corporate Governance**

Das Thema Corporate Governance hat an Bedeutung gewonnen. Corporate Governance ist nach der Finanzkrise und durch die Diskussionen um die Abzockerinitiative ein Schlagwort. Die Aktionäre sind sich ihrer Verantwortung bewusster und deshalb auch engagierter geworden.

Wir interessieren uns, wie sich die Situation der Corporate Governance im Anlageuniversum von zCapital, bei den kotierten Schweizer Small & Mid Caps, entwickelt und engagieren uns für die Weiterentwicklung.

### **zRating untersucht 150 Unternehmen auf 57 Kriterien**

Für die Beurteilung der Corporate Governance in den Schweizer Nebenwerten definieren wir 57 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 57 Kriterien geprüft. Die Daten werden vorwiegend den Geschäftsberichten der Unternehmen entnommen oder direkt bei den Unternehmen angefragt. Wie bereits im Vorjahr wird auch das zRating der SMI-Titel analysiert. Bei diesen Unternehmen verzichten wir jedoch auf eine genaue Analyse der einzelnen zCapital-Kriterien.

Zudem haben wir in diesem Jahr ein besonderes Augenmerk auf die 4 Kategorien des zRatings geworfen. Die Auswertung der einzelnen Kategorien gibt wichtige Hinweise zur Interpretation des zRatings.

### **Erhöhtes öffentliches Bewusstsein durch Aktienrechtsrevision und Abzockerinitiative**

Besondere Aufmerksamkeit erhält in der diesjährigen Studie die Aktienrechtsreform. Die 2001 angestossene Reform befindet sich seit 2005 in Bearbeitung der Eidgenössischen Räte. Die Einreichung der Abzockerinitiative hat die Diskussion in eine neue Richtung geleitet. Die Aktienrechtsreform ist zum politischen Spielball geworden. Wir versuchen einen Überblick über die verworrenen Diskussionen zu geben. Ausserdem zeigen wir auf, was die Konsequenzen sein könnten, falls die Parlamentarier keinen Konsens finden und die Abzockerinitiative ohne Gegenvorschlag zur Abstimmung kommen würde.

### **Die Aktionäre zeigen mehr Engagement und nehmen ihre Rechte zunehmend wahr**

Das Engagement der Aktionäre hat seit der Publikation der ersten Studie zugenommen. Die vertretenen Aktionärsstimmen an den Generalversammlungen steigen an. Die Aktionäre nutzen ihre Rechte vermehrt, beispielsweise durch häufigere Traktandierungen. Auch die Unternehmen sind zunehmend um gute Corporate Governance bemüht. Die Zahl der Konsultativabstimmungen über die Vergütungspläne steigt, die den Aktionären zur Verfügung gestellten Informationen über die Entschädigungen sind umfassender und die Kommunikation mit den Aktionären hat sich verbessert. Die Unternehmen haben erkannt, dass die Aktionäre wachsam geworden sind. An den Generalversammlungen werden nicht mehr alle Anträge des Verwaltungsrats diskussionslos angenommen.

### **Aktionärsdemokratie wird in 45% der Unternehmen beschnitten**

Die durchschnittliche Punktzahl im zRating beträgt 68. Die höchste Punktzahl bei den Nebenwerten hat Valora mit 87 Punkten erreicht, gefolgt von Sulzer und Bucher mit je 84 Punkten.

Am Schluss der Tabelle steht Mondobiotech mit 41 Punkten. Bei den Blue Chips führt Lonza mit 91 Punkten die Rangliste an, vor Holcim mit 86 Punkten und ABB mit 85 Punkten.

Die Aktionärsdemokratie wird in 45% der untersuchten Unternehmen mit Stimmrechtsaktien, Partizipationsscheinen, Stimmrechts- oder Eintragungsbeschränkungen beschnitten.

#### **Entschädigungsmodelle funktionieren mehrheitlich**

Das typische kotierte Schweizer Small & Mid Cap-Unternehmen wendet für die Entschädigungen der Verwaltungsräte und Geschäftsleitungsmitglieder 5.2% des EBITDA auf. Die absoluten Entschädigungen der Verwaltungsräte sind im vergangenen Jahr leicht gestiegen. Der grösste Anstieg war bei den Verwaltungsratspräsidenten zu beobachten. Ein durchschnittlicher Verwaltungsratspräsident verdient 271'000 CHF. Die Entschädigungen der Geschäftsleitungsmitglieder sind ebenfalls bei den meisten Unternehmen leicht erhöht worden. Ein CEO erhält im Median eine Gesamtvergütung über 1.15 Mio. CHF.

Insgesamt aber zeigen die Auswertungen zum Thema Entschädigungsmodell auf, dass die Entschädigungsmodelle mehrheitlich funktionieren. Hohe Löhne werden tendenziell von Unternehmen bezahlt, die überdurchschnittliche Erträge erwirtschaften und sich daher diese Entschädigungen leisten können.

#### **Unternehmen mit riskanter Bilanz setzen oft auf Entschädigungsprogramme mit Hebel**

Unternehmen mit nicht adäquatem oder riskantem Bilanzmanagement setzen oft beim Entschädigungsmodell auf Optionen und optionsähnliche Beteiligungsprogramme, die eine Hebelwirkung entfalten. Dies kann falsche Anreize setzen, was erhöhte Aufmerksamkeit der Investoren erfordert. Der Leverage des Beteiligungsprogramms kann dazu führen, dass das Management zusätzliche Risiken eingeht, und dies obwohl die Bilanzstruktur solche Risiken nicht tragen könnte. Damit der Verwaltungsrat seine Aufsichtsfunktion vorbehaltlos wahrnehmen kann, darf er nicht am gleichen Beteiligungsmodell partizipieren.

#### **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 um 0.8% bessere Aktienkursentwicklung 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, die Zukunftsaussichten und die Bewertung einer Unternehmung bedeutender für die Aktienkursentwicklung als die Corporate Governance. Trotzdem sollte 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**

Einen konstruktiver Dialog zwischen Firmen und Aktionären und die Wahrnehmung der Stimmrechte tragen zur Verbesserung der Corporate Governance bei. zCapital unterstützt die Aktionäre aktiv und publizieren unter [www.generalversammlung.net](http://www.generalversammlung.net) eine transparente Übersicht unserer Stimmempfehlungen. Nebst diesen soll dem engagierten Aktionär ein umfassender Zugang zu Generalversammlungsterminen, Einladungen mit Traktanden sowie den Statuten gegeben werden.

Wir planen, das zRating weiterzuentwickeln, und werden uns für die Verbesserung der Corporate Governance einsetzen.

**Inhaltsverzeichnis**

<b>Management Summary</b> .....	<b>4</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b> .....	<b>7</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	<b>8</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	<b>8</b>
<b>1 Einleitung</b> .....	<b>9</b>
1.1 zCapital .....	9
1.2 Corporate Governance .....	9
1.3 Feedback zur zweiten Studie .....	9
1.4 Neues Portal www.generalversammlung.net .....	10
1.5 Aufbau der Studie 2011 .....	11
1.6 Bemerkungen .....	12
<b>2 Problemstellung und Zielsetzung</b> .....	<b>13</b>
<b>3 Stand der wissenschaftlichen Diskussion</b> .....	<b>15</b>
3.1 Definition Corporate Governance .....	15
3.2 Geschichte der Corporate Governance .....	15
3.3 Aktienrechtsreform .....	18
3.3.1 Ziele der Aktienrechtsreform .....	19
3.3.2 Zeitlicher Ablauf der Aktienrechtsreform .....	20
3.3.3 Standpunkte in der Aktienrechtsreform .....	22
3.3.4 Nächste Schritte bei der Aktienrechtsreform .....	25
3.4 Implikationen für Investoren .....	27
3.4.1 Bedeutung von Corporate Governance für Investoren .....	27
3.4.2 Beachtung der Corporate Governance zahlt sich aus .....	27
3.4.3 Von Investoren nach wie vor vernachlässigt - doch die Aufmerksamkeit steigt .....	28
3.5 Erkenntnisse aus den ersten beiden Studien .....	30
<b>4 Empirische Untersuchung</b> .....	<b>32</b>
4.1 Festlegen der zu untersuchenden Kriterien .....	32
4.1.1 Bestehende Corporate Governance-Richtlinien .....	32
4.1.2 Corporate Governance Grundsätze zCapital .....	33
4.1.3 Auswahl der Corporate Governance-Kriterien .....	34
4.1.4 Scoring-Modell für zRating .....	34
4.2 Methodisches Vorgehen .....	34
4.3 Diskussion der Stichprobe .....	35
4.4 Grenzen der empirischen Untersuchung .....	36
<b>5 Beschreibung der Corporate Governance-Kriterien und Auswertung</b> .....	<b>37</b>
5.1 Aktionärszusammensetzung und Kapitalstruktur .....	38
5.2 Zusammensetzung des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung .....	46
5.3 Entschädigungs- und Beteiligungsmodelle der Geschäftsleitung und des Verwaltungsrates .....	55
5.4 Mitwirkungsrechte der Aktionäre .....	68
<b>6 zRating</b> .....	<b>77</b>
6.1 Kategorien im zRating .....	80
6.1.1 Aktionärszusammensetzung und Kapitalstruktur .....	80
6.1.2 Zusammensetzung des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung .....	81
6.1.3 Entschädigungs- und Beteiligungsmodelle .....	82
6.1.4 Mitwirkungsrechte der Aktionäre .....	82
6.1.5 Interpretation der einzelnen Kategorien .....	83
6.2 Unterschiede im Vergleich zum Vorjahr .....	86
6.3 Performance und zRating .....	86
6.4 Ausgewählte Kriterien und zRating .....	88
6.5 Kapitalisierung und Entschädigung .....	90
6.6 SPI Extra versus SMI .....	92

<b>7</b>	<b>Fazit der Corporate Governance in kotierten Schweizer Small &amp; Mid Cap-Unternehmen 2011</b>	<b>96</b>
7.1	Entschädigungen leicht höher als im Vorjahr .....	96
7.2	SMI-Gesellschaften mit weiter fortgeschrittener Corporate Governance.....	96
7.3	Aktienrechtsreform geht in die falsche Richtung.....	97
7.4	zRating dient zur Risikobeurteilung im Anlageprozess.....	97
7.5	...ist jedoch kein Ausschlusskriterium beim Investieren .....	97
7.6	Zusammenarbeit mit den Unternehmen .....	98
7.7	www.generalversammlung.net zur Unterstützung der Aktionärsdemokratie .....	98
<b>8</b>	<b>Anhang .....</b>	<b>99</b>
	<b>Quellenverzeichnis.....</b>	<b>101</b>
	<b>Gesetze, Verordnungen, Richtlinien .....</b>	<b>103</b>

### Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Von zCapital gewählte Corporate Governance-Kriterien .....	37
Tabelle 2:	Rangliste des genehmigten und bedingten Kapitals .....	41
Tabelle 3:	Rangliste des genehmigten Kapitals .....	41
Tabelle 4:	Rangliste des bedingten Kapitals .....	41
Tabelle 5:	Unternehmen mit Stimmrechtsaktien.....	44
Tabelle 6:	Anzahl Verwaltungsratsmandate des Chairman .....	48
Tabelle 7:	Unternehmen mit Personalunion Chairman und CEO.....	49
Tabelle 8:	Grösste Anzahl Verwaltungsratssitzungen im letzten Geschäftsjahr .....	51
Tabelle 9:	Kleinste Anzahl Verwaltungsratssitzungen im letzten Geschäftsjahr .....	51
Tabelle 10:	Anzahl Verwaltungsratsmandate des CEO.....	54
Tabelle 11:	Unternehmen mit Managementverträgen .....	55
Tabelle 12:	Höchste absolute Entschädigungen an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung .....	56
Tabelle 13:	Tiefste absolute Entschädigungen an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung .....	56
Tabelle 14:	Entschädigung Verwaltungsratspräsident und übrige Verwaltungsratsmitglieder in CHF .....	58
Tabelle 15:	Höchste Gesamtentschädigung Verwaltungsratspräsident in CHF .....	59
Tabelle 16:	Tiefste Gesamtentschädigung Verwaltungsratspräsident in CHF .....	59
Tabelle 17:	Entschädigung CEO und übrige Geschäftsleitungsmitglieder in CHF.....	62
Tabelle 18:	Höchste Gesamtentschädigung CEO in CHF.....	62
Tabelle 19:	Tiefste Gesamtentschädigung CEO in CHF .....	62
Tabelle 20:	Bewertung Bonusindex Obermatt .....	65
Tabelle 21:	Absolute Beteiligung der Verwaltungsräte in CHF.....	66
Tabelle 22:	Grösste absolute Beteiligung pro Verwaltungsratsmitglied in CHF .....	66
Tabelle 23:	Kleinste absolute Beteiligung pro Verwaltungsratsmitglied in CHF .....	66
Tabelle 24:	Absolute Beteiligung der Geschäftsleitungsmitglieder in CHF .....	67
Tabelle 25:	Grösste absolute Beteiligung pro Geschäftsleitungsmitglied in CHF .....	67
Tabelle 26:	Kleinste absolute Beteiligung pro Geschäftsleitungsmitglied in CHF.....	68
Tabelle 27:	Unternehmen mit Eintrags- und Stimmrechtsbeschränkung .....	69
Tabelle 28:	Tiefste relative Traktandierungshürde .....	71
Tabelle 29:	Tiefste absolute Traktandierungshürden nach Aktiengegenwert.....	71
Tabelle 30:	Beratungsgebühren übersteigen Revisionsgebühren .....	76
Tabelle 31:	Punktzahlen zRating in den letzten 3 Jahren.....	77
Tabelle 32:	Rangliste zRating der SPI Extra-Unternehmen .....	78
Tabelle 33:	Punkteverteilung in den 4 Kategorien.....	80
Tabelle 34:	Höchste Wertungen Aktionärszusammensetzung & Kapitalstruktur .....	80
Tabelle 35:	Tiefste Wertungen Aktionärszusammensetzung & Kapitalstruktur .....	81
Tabelle 36:	Höchste Wertungen Zusammensetzung des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung .....	81
Tabelle 37:	Tiefste Wertungen Zusammensetzung des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung .....	81
Tabelle 38:	Höchste Wertungen Entschädigungs-/ Beteiligungsmodelle.....	82
Tabelle 39:	Tiefste Wertungen Entschädigungs-/ Beteiligungsmodelle .....	82

Tabelle 40: Höchste Wertungen Mitwirkungsrechte der Aktionäre .....	83
Tabelle 41: Tiefste Wertungen Mitwirkungsrechte der Aktionäre.....	83
Tabelle 42: Aufsteiger des Jahres .....	86
Tabelle 43: Absteiger des Jahres.....	86
Tabelle 44: Kursentwicklung der besten 10 Unternehmen im zRating (2008 - 2010) .....	87
Tabelle 45: Kursentwicklung der schlechtesten 10 Unternehmen im zRating (2008 - 2010) .....	87
Tabelle 46: Vergleich der Aktienkursentwicklung in den letzten drei Jahren.....	87
Tabelle 47: Entschädigungen und Bilanzrelation .....	92
Tabelle 48: EBITDA und Bilanzrelation.....	92
Tabelle 49: Vergütung über Optionen/optionsähnliche Instrumente und Bilanzrelation .....	92
Tabelle 50: Rangliste zRating der SMI-Unternehmen.....	93
Tabelle 51: zRating Weatherford.....	93
Tabelle 52: Vergleich der einzelnen Kategorien SMI und Nebenwerte.....	94
Tabelle 53: In der Studie erfasste SMC-Unternehmen und Datenquelle.....	99
Tabelle 54: In der Studie erfasste SMI-Unternehmen und Datenquelle.....	100

#### Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: zCapital-Team .....	9
Abbildung 2: Präsenz an Generalversammlungen 2010 .....	14
Abbildung 3: Corporate Governance bringt Gleichgewicht der Interessengruppen .....	15
Abbildung 4: Häufigkeitsverteilung Free Float.....	38
Abbildung 5: Aktiengattungen .....	43
Abbildung 6: Häufigkeitsverteilung unabhängige Verwaltungsratsmitglieder .....	47
Abbildung 7: Häufigkeitsverteilung Entschädigung Verwaltungsrat und Geschäftsleitung in CHF .....	56
Abbildung 8: Punkteverteilung im zRating .....	80
Abbildung 9: Auswertung eines einzelnen Unternehmens am Beispiel von Valora .....	84
Abbildung 10: Eintragungs- oder Stimmrechtsbeschränkungen im Vergleich zum Rang im zRating... ..	88
Abbildung 11: Platzierung von Unternehmen mit Personalunion Chairman und CEO .....	89
Abbildung 12: Rangierung von Unternehmen mit mindestens 66% unabhängigen Verwaltungsräten.....	89
Abbildung 13: Börsenkapitalisierung der Unternehmen und Rangierung im zRating.....	90
Abbildung 14: Entschädigung VR und GL vgl. mit Rang im zRating.....	91
Abbildung 15: Entschädigung VR und GL im Vergleich zum EBITDA/Bruttogewinn .....	91
Abbildung 16: Punkteverteilung im zRating - SMI-Unternehmen .....	94

#### Abkürzungsverzeichnis

BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
GL	Geschäftsleitung
IKS	Informations- und Kontrollsystem
OR	Schweizerisches Obligationenrecht
SARs	Stock Appreciation Rights
SIX	SIX Swiss Exchange
VR	Verwaltungsrat