

1. Vom Fall SBG ...

An Themen aus aktuellem Anlass fehlt es dem Kommentator des Wirtschaftsgeschehens einmal mehr wahrlich nicht. In einer alles anderen als ruhigen Verfassung der internationalen Finanzmärkte haben Entwicklungen um die Aktionärsstruktur der grössten Bank unseres Landes, der Schweizerischen Bankgesellschaft (SBG), zusätzliche Verunsicherung ausgelöst. Mit grösseren Beständen an Namen- oder Inhaberpapieren gehören auch Kunden unserer Bank zu den Betroffenen und dürften am Thema sicherlich höchst interessiert sein. Darüber hinaus sind Fragen um Aktionärsrechte aber auch von grundsätzlicher Bedeutung, weshalb sich der vorliegende Anlagekommentar ausschliesslich dieser aktuellen Problemstellung widmet.

Zunächst (und vor allem auch für unsere ausländische Leserschaft) sei der Sachverhalt zusammengefasst. Die Kapitalstruktur der SBG weist eine für schweizerische Aktiengesellschaften ziemlich typische Form auf. Die Aktien sind eingeteilt in ca. 21 Mio Inhaberpapiere und ca. 22 Mio Namenpapiere. Beide Arten von Titeln weisen dasselbe Stimmrecht, nicht aber denselben Nennwert auf. Er beträgt für Namenaktien Fr. 20.-, für Inhaberpapiere Fr. 100.-; die Namenaktie bezieht sich bei gleichem Stimmrecht nur mit einem Fünftel auf den wirtschaftlichen Wert des Eigenkapitals der Bank. Oder umgekehrt: Mit den etwa 17 % Kapitalanteil, den die Namenaktien ausmachen, wird über mehr als 50 % der Stimmen verfügt. Der Zweck einer solchen Kapitalstruktur ist naheliegend: Mit der Kontrolle über die Eintragung der Eigentümer von Namenpapieren wollte man die Kontrolle über die Mehrheitsverhältnisse als Ganzes sicherstellen. In den frühen Siebzigerjahren bestand eine virulente Bedrohung einer Uebernahme durch mit Petrodollars vollgestopfte Potentaten und Magnaten, was die Einführung einer solchen Kapitalstruktur nahelegte und auch das aktive Einverständnis der Behörden unseres Landes fand.

Ebenfalls typisch für eine Aktiengesellschaft schweizerischen Zuschnitts sind Statutenbestimmungen, welche die Ausübung des Stimmrechts quantitativ beschränken. Im Fall der SBG liegt die Grenze bei 5 %. Kein Aktionär darf mit mehr als 5 % der Stimmen an der Generalversammlung Einfluss nehmen. Die Kombination beider Massnahmen, das heisst die Kontrolle über die Eintragung von Namenaktionären und die Stimmrechtsbegrenzung, machte Gesellschaften wie die SBG während langer Zeit zu praktisch uneinnehmbaren Festungen.

Nun haben sich aber die Zeiten geändert. Auf der einen Seite sind viele schweizerische Grossunternehmungen internationale Konzerne geworden, die nicht nur einen grösseren Teil ihres Geschäftes ausserhalb der Schweiz abwickeln, sondern in diesem Zusammenhang eben auch für ihre eigenen Finanzierungsbedürfnisse auf die internationalen Kapitalmärkte angewiesen sind. Die Festungen haben sich im Laufe der Jahre in einem Mass geöffnet, dass ein Abtragen der alten Mauern längst hätte ins Auge gefasst werden müssen. Auf der andern Seite sind es regulatorische Veränderungen, namentlich im neuen Aktienrecht, die eine Ungleichbehandlung verschiedener Aktionärskategorien und von Aktionärsgruppen verschiedener Grösse wesentlich erschweren.

2. ... und vom Fall Ebner ...

Geändert haben sich die Zeiten aber auch in bezug auf Stil und Umgang am schweizerischen Aktienmarkt. Bis in die Achtzigerjahre hinein konnte man mit Fug davon ausgehen, dass die Grossbanken und allenfalls einige Grossinvestoren, die aber vielfach über Verwaltungsratsmandate mit ersteren vernetzt waren, das Geschehen ziemlich lückenlos kontrollierten. Davon kann heute nicht mehr die Rede sein. Seit Dr. Martin Ebner und die hinter ihm stehende Gruppe von Investoren als aggressive Käufer an der Börse aufgetreten sind, ist diese Kontrolle den Grossbanken weitgehend entglitten. Zum Ebner-Cluster sind die Zürich Versicherung, Hoffmann-La Roche, die Ebner-eigene BZ Bank, die in deren Umfeld agierende Banken- und Stillhaltervision, der von Nationalrat Blocher beherrschte Ems-Konzern sowie verschiedene Pensionskassen- und Fundmanager im In- und Ausland, sicherlich auch noch einige gewichtige Privatinvestoren zu rechnen.

Die Erfolgsstory von Ebner kreist mehrheitlich um das Thema der Namenaktien. Er lancierte seinerzeit als erster die Idee von Optionsscheinen auf Namenaktien und öffnete damit indirekt internationalen Investoren die Möglichkeit, Namenaktien von erstklassigen Schweizer Unternehmungen über Umwege zu erwerben. Der Schweizer Aktienmarkt gewann dadurch an Liquidität, und die damals zumeist negativen Kursdifferenzen (der sog. "Ecart") zwischen Namen- und Inhaberpapieren verschwanden. Im Zuge dieser Strategie gerieten nun aber die üblichen Vinkulierungsstrukturen unter Druck. Denn mit dem Einsatz von Optionen auf Namenaktien und später zunehmend auch durch gezielten Erwerb wurden faktische Machtverhältnisse geschaffen, die Stimmrechtsbeschränkungen als zumindest problematisch, wenn nicht gar ungerecht oder unbillig erscheinen liessen. Die Namenaktie gewann mit ihrem Mehrfachen an "voting power" an neuem Glanz und wurde im Publikum immer beliebter. Die Regelung des neuen Aktienrechts, nach der sich Eigentümer einer Namenaktie nicht eintragen lassen müssen, damit allerdings gleichzeitig auf das Stimmrecht verzichten, ermöglichte dann auch Aus-

ländern den Erwerb von solchen Werten. Deren Attraktivität wurde so noch gesteigert.

Ebner konzentrierte seine Aktivitäten auf einige wenige Titel. Im Fall der Bank Leu wurde seine gezielt aufgebaute Beteiligung mit der Uebernahme durch die CS Holding hoch belohnt. Aehnlich erfolgreich operierte er mit einem Paket an der Elvia Versicherung, das von der Schweizer Rück aufgekauft wurde. Die Einkaufsliste wurde dann um die SBG-Titel erweitert. Innert weniger Jahre hat sich Ebner mit seiner Bank und seinen Beteiligungsvehikeln zum gewichtigsten SBG-Aktionär emporgeschwungen.

Ebner baut seine Machtposition innerhalb des SBG-Aktionariats grösstenteils auf die stimmenstarken und kapital-schwachen Namenpapiere. Zwischen diesen und den Inhaberpapieren ist eine positive Kursdifferenz entstanden, die zeitweise beinahe 30 % erreichte. Zuvor hatte Ebner erstmals seine Stimmkraft anlässlich der SBG-Generalversammlung vom April 1994 mit seinem Antrag auf Herabsetzung der Zahl der Verwaltungsräte von derzeit über 20 auf 9 Mandatsinhaber demonstriert. Er scheiterte zwar, scharte damals aber immerhin etwa 40 % der anwesenden und berechtigten Stimmen hinter sich. Vor kurzem ereilte zudem die SBG auch noch die Kunde vom negativen Ausgang eines Gerichtsverfahrens um die Modalitäten einer 1993 beantragten Kapitalerhöhung vor dem Zürcher Handelsgericht.

3. ... zum Fall Ebners? ...

Die grösste Schweizer Bank sieht sich offenbar immer mehr einem unmittelbaren Handlungsdruck ausgesetzt. Einerseits wurde die Machtposition Ebners mehr und mehr mit dem Ruf nach Veränderungen an der Spitze und allenfalls in der Struktur der SBG gleichgesetzt, und damit sehen sich Verwaltungsrat und Management der Bank nicht nur bezüglich der Richtigkeit ihrer Geschäftspolitik in Frage gestellt und irgendwie in ihrer Ehre verletzt, sondern letztlich auch ganz konkret in ihrer Funktion bedroht. Andererseits sorgt ein so hoher Ecart zwischen zwei Aktienkategorien derselben Unternehmung auf die Länge für Schwierigkeiten an den internationalen Finanzmärkten, indem sich die Inhaberaktionäre mehr und mehr vernachlässigt vorkommen müssen.

Beide Probleme auf einen Schlag zu lösen: das ist die Idee des Antrags an eine ausserordentliche Generalversammlung am 22. November. Es wird beantragt, dass der Unterschied von Namen- und Inhaberpapieren aufzuheben sei, also eine Einheitsaktie geschaffen werde, und dass im gleichen Zug sämtliche Stimmrechtsbeschränkungen aufgehoben werden. Das Stimmrechtspotential der Namenaktien würde auf etwa 17 % reduziert. Für Ebner und die hinter ihm stehende Investorengruppe hätte das einerseits eine entscheidende Einbusse an "voting power" zur Folge, andererseits könnte die verbliebene Stimmkraft dann aber uneingeschränkt zur Anwendung kommen. Man darf sich aber keinen Illusionen hingeben: Die Mehr-

heitsverhältnisse der SBG wären mit der Einführung der Einheitsaktie für einige Zeit zugunsten der Bankleitung zementiert. Depotstimmen (SBG-Aktien werden in SBG-Depots kostenlos verwahrt und müssen deshalb in grossen Mängen vorhanden sein) und Personalaktien bilden zum einen ein wesentliches Potential, und zum andern käme nun jegliches neuerliche Ansinnen auf eine Uebernahme der Mehrheit fünfmal teurer zu stehen.

Ebner bliebe mit einem Erfolg der SBG-Bankleitung also auf der Strecke. Und darin liegt die grosse Problematik der Situation: Ein Misserfolg Ebners käme mit grosser Wahrscheinlichkeit auch einem massiven Bedeutungsverlust Ebners gleich, und es ist anzunehmen, dass er dies auch weiss. Denn welcher Investor würde künftig noch Banken- oder Stillhalter- oder XY-Vision kaufen, wer wäre je noch bereit, Prämien auf diesen Vehikeln zu entrichten? Wer würde noch an eine auf später verschobene Fortsetzung der Erfolgssträhne glauben? Welche Glaubwürdigkeit hätte die bisher zwar sehr erfolgreiche, letztlich aber doch einseitig auf ein einziges Thema bauende BZ Bank noch?

Wir können uns kaum einen anderen Ausgang der Angelegenheit als "schwarz" oder "weiss" vorstellen, und deshalb stark vermuten, dass seitens Ebner nun alle Register gezogen werden müssen und auch gezogen werden, um die Schlacht zu gewinnen.

4. ... oder zum Fall der SBG? ...

Die Situation der SBG weist einige Ansatzpunkte für ein mögliches Obsiegen Ebners auf. So ist an sich zunächst nicht auszuschliessen, dass das notwendige Mehr für einen GV-Beschluss im Sinne des SBG-Verwaltungsrats gar nicht zustandekommt. Notwendig sind zwei Drittel der anwesenden Stimmen. Man müsste eigentlich davon ausgehen, dass die SBG-Leitung diese Eventualität praktisch ausgeschlossen hat. Alles andere wäre Kamikaze. Sicher aber ist nichts.

Weiter ist nicht völlig klar, wie die Wegnahme von "voting power" durch einen Generalversammlungsbeschluss vor Gericht beurteilt würde. Das Argument, dass "voting power" ebenso zum Inhalt der Eigentumsrechte der Aktionäre gehöre wie der Kapitalanteil und dass deshalb der einfache Federstrich aus Sicht der Rechtssicherheit und der Wahrung der Eigentumsrechte stossend sei, hat einiges für sich. Das Verhältnis der Aktionäre untereinander ist eine spezielle, vom Gesetz formalisierte Art von Miteigentum. Dass die Aktionärsdemokratie Mittel zur Verfügung stellt, Änderungen an diesem Verhältnis bewirken zu können, ist das eine. Das andere ist, ob das Recht so weit geht, Änderungen in der Erscheinungsart einer faktischen Entwertung auch zu unterstützen.

Unklar ist ferner auch, ob das Personal der SBG (mit all ihren Mitarbeiter-Namenaktien) nicht als Aktionärsgruppe behandelt werden und damit der 5 %-Klausel unterliegen müsste.

Auch wenn einige Gründe dagegen sprechen - immerhin sollte ja durch das geheime Abstimmungsverfahren gewährleistet sein, dass nicht "auf Kommando" gestimmt wird -, so könnte die Frage doch zu einem weiteren Fall vor Gericht werden.

Bedrohlich ist schliesslich, und das vor allem für einzelne betuchte SBG-Verwaltungsräte, eine mögliche Verantwortlichkeitsklage von SBG-Namenaktionären für den erlittenen (und selbstverständlich völlig voraussehbaren) Kursverlust der Namenpapiere nach Ankündigung der ausserordentlichen Generalversammlung. Die Argumentation erscheint naheliegend: Anknüpfend an OR 717, wo die Sorgfalts- und Treuepflicht der Verwaltungsräte festgelegt ist und auch die Gleichbehandlung der Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen, würde behauptet, der SBG-Verwaltungsrat hätte gegen die Aktionärsinteressen gehandelt und obendrein eine voraussehbare Schlechterstellung der Namenaktionäre bewusst in Kauf genommen, und dies, nachdem er während Jahren die Sonderstellung der Namenaktionäre nicht nur geduldet, sondern geradezu gepflegt hatte.

Nicht unerwähnt dürfen ferner die Folgen des Stimmverhaltens der SBG-Pensionskasse bleiben. Als vermutlich gewichtige Namenaktionärin steht sie vor dem Dilemma, loyal zu bleiben oder die Kursaussichten der Namenaktien zu optimieren. Auch hier sind Verantwortlichkeitsklagen alles andere als auszuschliessen. Wenn man dann gerüchteweise (vgl. "Cash" vom 7.10.94, S. 13) noch hört, dass der SBG-Fonds Fonsa einen Tag vor dem Beschluss des SBG-Verwaltungsrats sich des voraussehbaren Problems durch Verkauf der Namenpapiere entledigt habe, dann wird einem diesbezüglich auch nicht wohler. Der Fussangeln gibt es also wahrlich genug, und es ist absehbar, dass das Obsiegen Ebners in einem oder mehreren dieser Punkte gravierende Folgen für die derzeitige Bankleitung und die SBG als solche hätte.

5. ... oder zum Fall aller? Oder ...

Ein mögliches Szenario geht dahin, dass die SBG zwar in der ausserordentlichen Generalversammlung die gewünschte Mehrheit mit Ach und Krach erzielt, dass darnach aber ein wüstes Hin- und Her von Gerichtsverfahren ausgelöst wird. Dies wäre in verschiedenster Hinsicht belastend. Denn erstens hat eine Bankleitung an sich Gescheiteres zu tun, als sich mit Rechtsanwälten und Richtern beschäftigt zu halten. Zweitens ist der Ausgang jedes Verfahrens vor Gericht ungewiss, und Ungewissheit wird von den Finanzmärkten mit Risikoprämien bestraft. Man kann sich auch heute schon ausmalen, wie die Kurse der Namenpapiere bei jedem noch so unwesentlichen Häuchlein aus der Gerüchteküche emporschnellen und sogleich wieder in die Tiefe fallen werden.

Der Rest ist dann noch einfacher vor auszusehen: Auseinandersetzungen dieser Grössenordnung gehen nicht spurlos an den internationalen Finanzmärkten vorbei. Nachdem

sich einige internationale Investoren schon die Finger bei der Fust-Uebnahme, wahrlich einem vergleichsweise kleinen Ereignis, verbrannt hatten, wird es nun wirklich ungemütlich. Ein Aktienmarkt, der keine genügende Gewissheit bezüglich Rechtssicherheit gibt, ist für internationale Investoren zu gefährlich. Rechtssicherheit bedeutet, nicht eines Tages aufgrund von Gerichtsverfahren oder aufgrund unklarer faktischer Gegebenheiten bedeutend ärmer dastehen zu müssen. Dieser letzte Gesichtspunkt ist später noch etwas zu vertiefen.

Trotzdem haben wir unseren Kunden keine allgemeine Verkaufsempfehlung für SBG-Titel gegeben. Denn zum einen scheinen uns die Kurse der letzten Tage aufgrund der allgemeinen Marktsituation ohnehin für Verkäufe zu tief, zum andern nehmen wir an, dass im Vorfeld der Generalversammlung noch einige Kursturbulenzen mit Potential nach oben bevorstehen - auch für Namenaktien. So vermuten wir, dass eine grosse Zahl von Namentiteln über Securities Lending oder über amerikanische Optionen im Hinblick auf die GV zur Ausübung des Stimmrechts zurückgefordert werden. Allfällige Leerpositionen müssten dann eingedeckt werden. Abgesehen davon werden aber auch die voraussehbaren gerichtlichen Verfahren noch genügend Gelegenheiten für einen beabsichtigten Ausstieg geben - wenn überhaupt, denn es handelt sich ja, Ebner hin oder her, trotz allem um die Aktie einer ausgewiesenen Bank.

Objektiverweise muss man aber auch ins Kalkül einbeziehen, dass der SBG-Verwaltungsrat keine Mehrheit für seinen Antrag finden könnte. Ob die Desavouierung allerdings mit einem "Putsch" und personellen Veränderungen gleichzusetzen wäre, ist nicht so eindeutig. Grund für eine Höherbewertung der Namenpapiere bestände aber alleweil. Die letzte Aktie, die einem für einen Take-over noch fehlt, hat einen beinahe unendlichen Wert ...

6. Visionen

Die vom SBG-Verwaltungsrat beantragte Schaffung einer Einheitsaktie liegt, so paradox es tönen mag, letztlich an sich durchaus in der Linie von Leuten wie Ebner, deren Betreiben es ja immer war, den Schweizer Aktienmarkt von den Verkrustungen alter Réduitmauern zu befreien und ihn internationalen Investoren zu öffnen. Dass Ebner sich jetzt ausgerechnet gegen dieses Ansinnen wehren muss, weil er sonst an Stimmkraft verlöre, und dass der SBG-Verwaltungsrat ausgerechnet zum Mittel der Oeffnung greifen muss, um seine Macht zu erhalten: Es ist schwierig, keine Satire zu schreiben!

Letztlich aber ist die Angelegenheit aber eben lediglich eine Episode in einem viel bedeutungsvolleren Strukturwandel der grossen schweizerischen Kapitalgesellschaften, und insofern ändert auch der Ausgang des Hahnenkampfes wenig im prinzipiellen, höchstens etwas im zeitlichen Verlauf. Wie gesagt

ist ja die SBG beileibe nicht die einzige Grossunternehmung, die durch ein Bündel synergetisch wirkender Massnahmen vor Uebernahmen praktisch gefeit war. Das bedeutet mit anderen Worten, dass dem Schweizer Aktienmarkt bisher die Marktliquidität in ihrer höchsten Form, nämlich der Uebernehmbarkeit ganzer Firmen, weitgehend abging. Eine solche Struktur weist ökonomisch gesehen mindestens drei Mängel auf.

Erstens: Ein Markt, dem die letzte Konsequenz des Kapitalismus fehlt, dass nämlich über die Allokation von Kapital bestimmt wird, wer das Sagen über Firmen hat und wer nicht - ein solcher Markt ist über längere Zeit international nicht konkurrenzfähig. Das internationale Kapital wird vornehmlich dorthin fliessen, wo diese Einschränkungen nicht bestehen. Der "Wettbewerb der Systeme" wird dafür sorgen, dass die Eigenmittel im eingeschränkten Markt längerfristig teurer zu stehen kommen oder dort gar nicht in genügendem Masse vorhanden sind. Nicht umsonst versuchen schweizerische Grossunternehmungen in letzter Zeit, an den wichtigen Finanzplätzen der Welt ihre Aktien zu kotieren. Nur: Wenn im Hintergrund dann eben eine mit vielen Beschränkungen versehene Aktienmarktordnung steht, dann gleichen solche Kotierungen den Bestrebungen von Kantonalbanken, mittels Partizipationsscheinen zu attraktiven Subjekten im Kapitalmarkt zu werden ... Wer Ja sagt zur Teilnahme am internationalen Kapitalgeschäft, der kann sich auf die Länge auch nicht dessen Gesetzmässigkeiten entziehen.

Zweitens: Einschränkungen bezüglich der Uebernehmbarkeit verschaffen dem Management, ob man das gerne hört oder nicht, eine zu grosse Machtstellung. Die moderne ökonomische Literatur kennt den Begriff "Agency Problem" und versteht darunter die Divergenz der Interessenlage von Aktionären und Management. Unternehmensführung wird von dieser Richtung der Forschung primär als die Frage gesehen, wie ein solches "agency problem" am wenigsten zum Tragen kommt. Aufgrund eines illusionslosen Menschenbilds wird davon ausgegangen, dass das Management primär die eigenen Ziele verfolgt und nur insofern den Unternehmenszielen dient, als dies entweder unvermeidbar ist oder wenigstens marginal zum eigenen Nutzen beiträgt. Unternehmungen, die ihrem eigenen Management förmlich Gärtlein mit hohen Schutzzäunen als Tummelfelder schaffen, hätten gemäss dieser Theorie gegenüber der schlank geführten, für den Aktionär völlig transparenten Firma, in der sich das Management zudem stets ein wenig auf dem Schleudersitz fühlt, einen komparativen Nachteil.

Das Thema ist heikel. Es läuft nämlich unter anderem auf eine Demontage vieler hehrer Beteuerungen, jedoch auch Selbstgefälligkeiten der bestehenden Regimes hinaus. Hinweise auf das "übergeordnete Interesse" und die "gesamtwirtschaftliche Bedeutung" einer bestimmten Struktur sind spätestens dann nicht mehr akzeptabel, wenn sie zum praktisch einzigen Argument werden. Es war die Neue Zürcher Zeitung, die das Diktum von Milton Friedman zitierte, wonach die soziale Verantwortung der Unternehmung darin bestehe, Profit zu machen. Es sei uns fern, irgendwelche Wertungen

vorzunehmen. Den Anleger interessiert ohnehin nur, was die ganze Problematik für seine Vermögensentscheide bedeutet.

Drittens: Unternehmungen mit Uebernahmebeschränkungen neigen zur Akkumulation von stillen Reserven. Die im Bankgeschäft zentrale Funktion des Vertrauens verstärkt die Neigung zur Bildung stiller Reserven zusätzlich. Stille Reserven sind aber ökonomisch gesehen auch nichtbenutzte Eigenmittel oder, salopper, renditehemmende Fettansätze. Die Entwicklung in Richtung Offenlegung der stillen Reserven ist deshalb längst eingeläutet. Für den Anleger bedeutet dies in erster Linie einmal vermehrte Transparenz; da und dort dürften sich durch die Nutzbarmachung der Reserven aber auch namhafte Kurssteigerungen ergeben.

Unsere Vision geht dahin, dass eine vermehrte Oeffnung des schweizerischen Kapitalmarkts längerfristig ohnehin unumgänglich ist, Episode SBG/Ebner hin oder her. Eine solche Entwicklung muss aus den erwähnten drei Gründen von den internationalen Kapitalmärkten als wertsteigernd betrachtet werden. Das Halten oder Kaufen von schweizerischen Blue Chips müsste sich längerfristig unter diesen Voraussetzungen mehr als lohnen.
