

INVESTOR RELATIONS

DIE FACHZEITUNG FÜR FINANCIAL COMMUNICATIONS

Lackmustest für Aktionäre

Liebe Leserin, lieber Leser

Visionen, kühne Pläne und Hockeystick-Projektionen sicherten den CEOs und CFOs in der Börsenhause unter Investoren eine treue Gefolgschaft. Guru-Qualitäten waren gefragt. Nachdem die Stars von ABB bis Zurich Financial Services entzaubert worden und die Aktien auf breiter Front getaucht sind, hat sich der Lichtkegel verschoben. Nun sind von denselben Führungsspitzen andere Qualitäten gefordert: Unternehmenschefs, die in der Baisse erfolgreich sind, demonstrieren Bodenhaftung und Solidität. Sie reden über handfeste Taten und Resultate – nicht über illusionäre Ziele. Denn Investoren wollen derzeit lieber den Spatz in der Hand als die Taube auf dem Dach.

Die diesen Sommer von der SWX Swiss Exchange erlassene Corporate-Governance-Richtlinie spiegelt diese Trendwende. Das Gleiche gilt für die Gesetzeswerke anderer Länder, wie etwa der US-amerikanische Sarbanes-Oxley Act. Kotierte Gesellschaften haben ab sofort Rechenschaft abzulegen über die Gewaltentrennung zwischen Verwaltungsrat, Geschäftsleitung und Revisionsstelle – Stichwort Interessenkonflikte. Zudem müssen die finanziellen Bezüge der Unternehmensspitze veröffentlicht werden. Damit werden die Mittel der Unternehmensführung ihren Zielen gleichgestellt. Investoren und Regulatoren wollen die Fragen zum Wer, Wie und Was der Unternehmensführung klar beantwortet haben. Sie verlassen sich nicht mehr auf die Visionen und den vertrauensvollen Blick des CEO.

Über die konkreten Auswirkungen der neuen Corporate-Governance-Richtlinie mag man geteilter Meinung sein. Vielleicht fast wichtiger als die detaillierte Interpretation nun neu zur Verfügung stehender Informationen ist die generelle Haltung, die bei der Anwendung dieser Richtlinie zum Vorschein kommt: Kotierte Gesellschaften zeigen in ihrer Corporate-Governance-Berichterstattung, wie wichtig ihnen ihre Investoren sind, wie ehrlich sie ihre Investoren informieren. Die neue Richtlinie ist eine Art Lackmustest für Aktionäre. Börsenkotierte Unternehmen sind gut beraten, den beträchtlichen Initialaufwand für diese zusätzliche Berichterstattung zu tätigen und über einen Minimalstandard hinauszugehen.

Martin Meier-Pfister
Geschäftsführender Partner
The Investor Relations Firm AG

Swiss Corporate Governance

Die Investor Relations (IR) spielen in börsenkotierten Gesellschaften eine wichtige Rolle. Aus moderner Sicht lassen sich die IR als Werttreiber bezeichnen. In den 90er-Jahren waren IR vor allem ein Instrument zur «Gewinnung» von Investoren. In der gegenwärtigen Phase kommt ein anderes Motiv hinzu. Das durch verschiedene negative Vorkommnisse beeinträchtigte Vertrauen der Investoren muss wiederhergestellt werden. «Vertrauen» stellt den Grundpfeiler funktionierender Märkte dar. Der Ruf nach verschärften Vorschriften und einem aussagekräftigeren Reporting erstaunt daher nicht. Mit der Corporate-Governance-Richtlinie (RLCG) der Schweizer Börse (SWX Swiss Exchange) wurde ein wichtiger Schritt vollzogen.

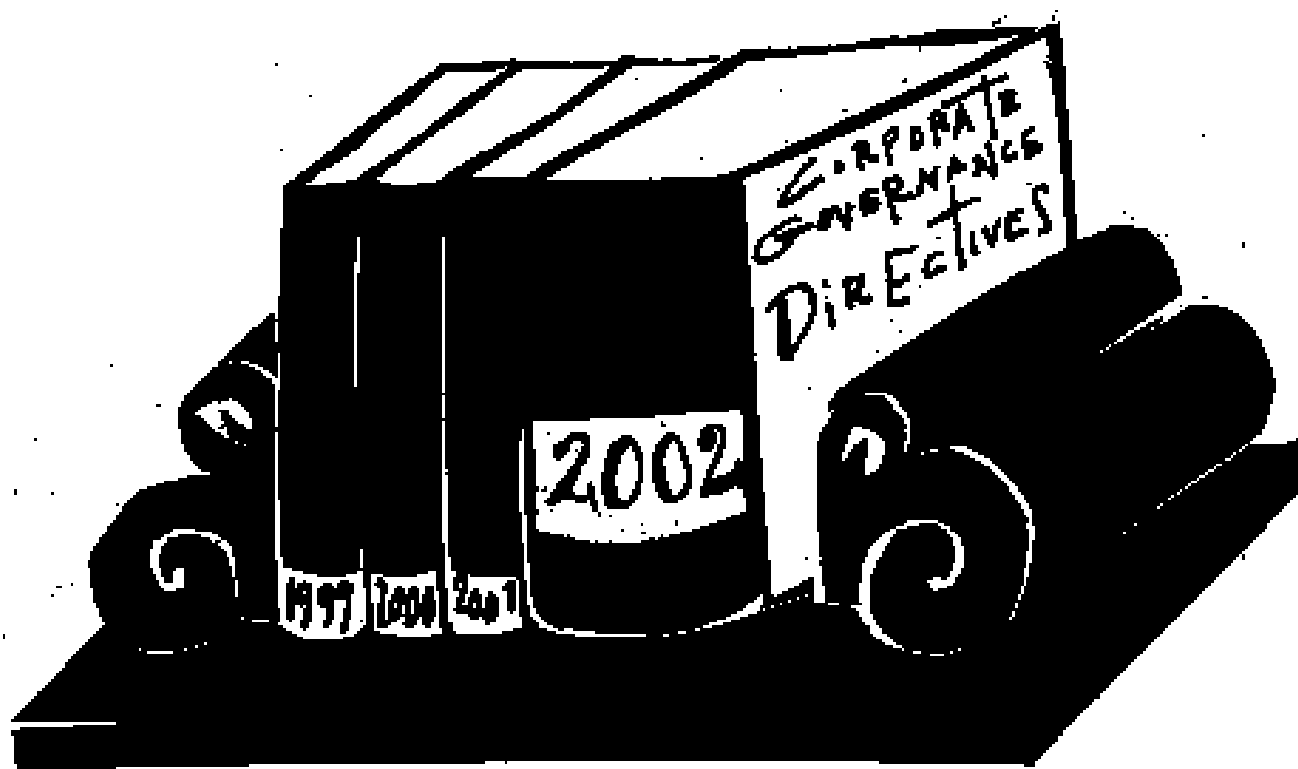


Illustration: Lize Milfin-Schmid, Illux

Die Lieblingslektüre der Investoren

Prof. Dr. Rudolf Volkart
Dr. Teodoro D. Cocca
Lic. oec. publ. Barbara Haeringer

Anlässlich der Revision des Kotierungsreglements der SWX im April 2000 formulierte die Eidgenössische Bankkommission (EBK) Vorbehalte insbesondere gegenüber der fehlenden Salärtransparenz. In Koordination mit der SWX erfolgten die Vorstösse des Schweizerischen Pensionskassenverbandes ASIP (2001) und die Initiative der Economiesuisse (2001), die ihre Ar-

beit rasch vorantrieben. Die RLCG der SWX ist seit dem 1. Juli 2002 in Kraft und wird in den Geschäftsberichten 2002 erstmals zur Anwendung kommen. Bestimmungen zur Corporate Governance lassen sich somit heute aus dem Gesellschaftsrecht, dem Börsen- und Effektenhandelsgesetz (BEHG), dem Swiss Code of Best Practice (Economiesuisse) und der RLCG der SWX ableiten. Letztere wird nachfolgend näher betrachtet.

Die Grundidee einer effektiveren Corporate Governance liegt im «Empowerment» der Aktionäre. Die Kontrolle des Marktes soll als treibende Kraft eine

«externe» Disziplinierung des Managements bewirken. Die RLCG verpflichtet Gesellschaften, wichtige Informationen zur obersten Führung zu publizieren – oder substantiell zu begründen, weshalb dies nicht erfolgt. Dies nennt man den Grundsatz «comply or explain». Im Gegensatz zum Swiss Code of Best Practice, der Leitlinien setzt und Empfehlungen abgibt, hat die RLCG verbindlichen Charakter. Sie setzt die Forderungen des Shareholder-Value-Ansatzes um, indem sie von den an der SWX kotierten Schweizer Firmen sowie den nicht im Heimatland kotierten ausländischen Ge-

3 IAS versus US-GAAP: Die Investoren haben das Nachsehen
Kritische Betrachtung der aktuellen Entwicklung

4 Keine Flucht vor Sarbanes-Oxley
Resultate einer Umfrage von Makinson Cowell zum Sarbanes-Oxley Act

6 «Gesetze behandeln nur die Spitze des Eisberges!»
Interview mit Cynthia Liu, Chief Investment Officer, Marcuard Family Office

sellschaftlichen Schlüsselinformationen zur Corporate Governance verlangt. Das Durchsetzungskonzept ist noch in Vorbereitung. Ob die Angaben im Jahresbericht mehr als nur einer formellen Prüfung unterzogen werden



Rudolf Volkart

(wie z.B. beim Kotierungsreglement), ist noch unklar. Denkbar wäre, dass die SWX eine materielle Prüfung durch die externe Revision fordert. Der in Vernehmlassung stehende Revisionsentwurf der Richtlinie zur Rechnungslegung von Banken tendiert jedenfalls dahin. Das Schweizer Regelwerk erreicht mit diesen Neuerungen Kompatibilität mit internationalen Standards. Ähnliche Bestimmungen sind im Ausland entweder bereits fest implementiert oder wurden in jüngster Zeit entwickelt. So gibt es in den 15 EU-Ländern bereits 35 Codes.

Wichtigste Bestimmungen

Die RLCG der SWX verlangt gewisse Schlüsselinformationen. Darunter wird eine klare Darstellung der im Anhang der RLCG aufgeführten Punkte verstanden. Die Informationen zur Corporate Governance sind im Geschäftsbericht in einem speziellen Abschnitt zu publizieren. Es kann auf andere Stellen im Geschäftsbericht oder sonst leicht zugängliche Informationsquellen verwiesen werden, unter Einschluss des Internet. In obiger Abbildung sind die wichtigsten Informations-Bezugspunkte der Richtlinie dargestellt. Sie werden weiter unten kommentiert. Der Kasten gibt eine Übersicht über wesentliche in der neuen RLCG geregelte Bereiche.

Unterschiedliche Auswirkungen

Die Auswirkungen der RLCG tangieren eine Gesellschaft entsprechend ihrer bisherigen Anstrengungen zur Good Governance. Für einige Gesellschaften werden die Neuerungen bloss geringe Änderungen bringen, für andere sind sie erheblich. Hierbei wird nicht nur die festgeschriebene Regel eine Rolle spielen. Nebst der wörtlichen Auslegung gilt es, den «Geist» der RLCG zu implementieren. Der Erwartungshaltung von Medien und Investoren über die Wirkung der RLCG ist Rechnung zu tragen. Die RLCG darf nicht losgelöst vom Code of Best Practice betrachtet werden. Die enge Verbindung zwischen RLCG und Code of Best Practice zeigt sich etwa bei der Gestaltung der internen Organisation des VR. Während die RLCG lediglich die Offenlegung der Aufgabenverteilung vorsieht, weist der Code of Best Practice auf die Bedeutung der Committees hin. Beide Elemente spielen somit Hand in Hand.

Unternehmen, die der gewünschten Good Governance entsprechen wollen, müssen sich entsprechend organisieren und dies auch gegen aussen kommunizieren. Das Reporting und der spezielle Abschnitt im Jahresbericht zur Corporate Governance sind «aktionärsfreundlich» zu gestalten. Was dies be-

deutet, ist nicht präzise definiert und wird erst in der Umsetzung konkretisiert. Sicherlich wird nicht ein «schöner» Bericht oder eine «bunte» Homepage genügen. Unter Good Corporate Governance versteht man nicht ein einfaches «Abhaken» einer Checkliste, sondern eine Geisteshaltung, die Teil der Unternehmenskultur sein muss.

Die obige Abbildung verdeutlicht die Ansatzpunkte der RLCG, welche generell zu einer Wertsteigerung führen können (die Nummerierung entspricht den Ziffern im Kasten). Die «Value Loops» zeigen das Spannungsfeld einer wertorientierten Kommunikation. Eine effektive Kommunikation führt zu einer Wertsteigerung, wenn es gelingt, die interne Sicht der Unternehmensentwicklung und die externe Optik in Einklang zu bringen. Die Pflicht zur Veröffentlichung wichtiger interner Informationen, wie dies die RLCG vorsieht, führt zu einer besseren Anbindung der internen und externen Steuerungsgrößen. In der Sprache der Ökonomie resultiert eine Reduktion der Informationsasymmetrien und Agency-Kosten.

Herausforderung für IR

Das «Empowerment» der Aktionäre stellt neue Herausforderungen an die IR-Verantwortlichen. Das Transparenzkonzept der RLCG führt zu einer neu zu interpretierenden «Offenheit» der IR gegenüber Fragen von Aktionären und Medien. Es werden verschiedene neue Informationen publiziert, die bis anhin als «delikat», also diskret zu behandeln, galten. Dies wird unter Umständen neue Fragen hervorrufen und die IR-Stellen zu Präzisierungen veranlassen. Eine ungeschickte Offenlegung könnte sogar kontraproduktiv sein und die Investorenbeziehungen trüben. Dies ist zu verhindern, indem «heikle» Angaben kommentiert und im Zusammenhang dargestellt werden. Ein Mehraufwand für die IR wird unausweichlich sein.

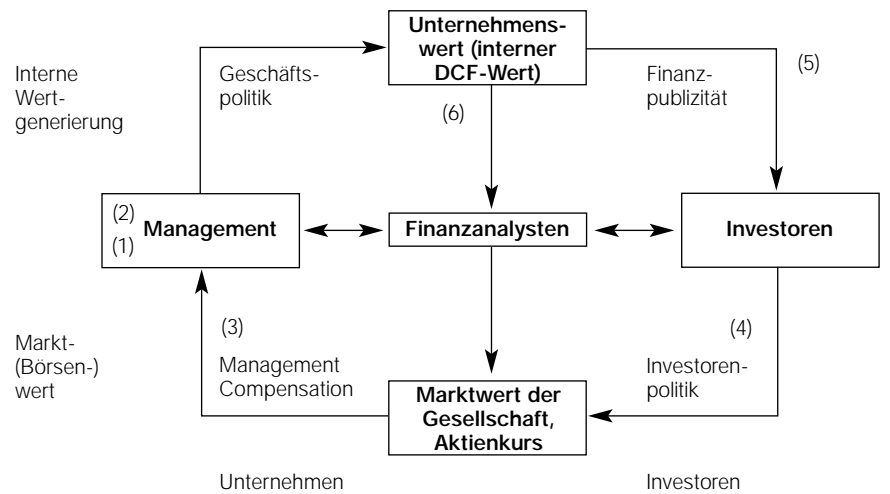
In wirtschaftlich schwierigen Zeiten lässt sich die Einhaltung der Corporate-Governance-Bestimmungen als Chance interpretieren. Das beeinträchtigte Image von Führungsgremien lässt sich (wieder) ins rechte Licht rücken. Die Offenlegung von Arbeitsweise und Entlohnung von Management und VR kann das Vertrauen stärken und eine glaubwürdige Beziehung fördern. Die Grundidee des Gesetzgebers basiert auf der disziplinierenden Wirkung eines transparenteren Marktes, ganz nach dem Grundsatz: Sunlight is the best of all disinfectants.

Prof. Dr. Rudolf Volkart ist Direktor des Swiss Banking Institute und ordentlicher Professor für Corporate Finance an der Universität Zürich.

Dr. Teodoro D. Cocca ist Oberassistent am Swiss Banking Institute und Lehrbeauftragter der Universität Zürich.

Lic. oec. publ. Barbara Haeringer ist Assistentin und Doktorandin am Swiss Banking Institute.

EINORDNUNG DER RLCG IN DAS «VALUE-LOOP»-FRAMEWORK



© Swiss Banking Institute, University of Zurich: Wertmanagement, Wertkreislauf und Wertkommunikation «Value Loops».

Wichtigste Regeln der Corporate-Governance-Richtlinie der SWX Swiss Exchange

(1) Verwaltungsrat (VR)

Für jedes Mitglied des VR sind im Geschäftsbericht Name, Nationalität, Ausbildung, beruflicher Hintergrund sowie eine allfällige operative Tätigkeit zu nennen. Von nicht exekutiv tätigen Mitgliedern werden zusätzlich Angaben über eine Tätigkeit in der Geschäftsleitung (GL) in den letzten drei Jahren sowie über wesentliche geschäftliche Beziehungen mit derselben Gesellschaft verlangt. Jedes VR-Mitglied muss seine weiteren Tätigkeiten ausserhalb der Gesellschaft bekannt geben.

Einer der wichtigsten Punkte ist die Offenlegung von Kreuzverflechtungen (Beispiel: ein Bank-VR ist zugleich VR einer liquiditätsgefährdeten Industriegesellschaft). Firmenspezifische Angaben zum VR sind Wahl und Amtszeit eines VR-Mitgliedes, die interne Organisation, d.h. Aufgabenteilung des VR, die personelle Besetzung aller VR-Ausschüsse sowie deren Arbeitsweise und die Kontrollinstrumente des VR gegenüber der GL.

(2) Geschäftsleitung (GL)

Der Geschäftsbericht muss über die Mitglieder der GL detailliert informieren. Dazu gehören Name, Nationalität, Funktion, Ausbildung und beruflicher Hintergrund sowie allfällige frühere Tätigkeiten für die Gesellschaft bzw. andere Konzerngesellschaften. Für Tätigkeiten ausserhalb der Gesellschaft ist dieselbe Offenlegung verlangt wie für VR-Mitglieder.

(3) Management Compensation sowie VR-Honorare

Informationen über die Kompensation der GL- und VR-Mitglieder bilden den Kern der RLCG. Dabei geht es im Wesentlichen um folgende Informationen:

- Inhalt sowie Verfahren zur Festsetzung von Kompensation und Beteiligungsverfahren
- Auskunft über die Entschädigungen an amtierende und ehemalige Organmitglieder
- in der Schweiz lediglich Nennung der Summe der an die Organmitglieder entrichteten Beträge (anders in den USA)

- für den VR Ausweis des Betrags des bestbezahlten Mitglieds (Honorar bzw. Gehalt zuzüglich der Aktien- und Optionszuteilungen), ohne Namensangabe
- Offenlegung von Aktienzuteilungen als Entschädigung, von durch VR- und GL-Mitglieder am Stichtag gehaltenen Aktientiteln sowie von Zusatzvergütungen und von Organdarlehen
- Übersicht über Optionszuteilungen mit Angabe von Zuteilungsjahr, Laufzeit, Bezugsverhältnissen und Ausübungspreisen

(4) Aktionariat

Der Gesellschaft bekannte, bedeutende Aktionäre bzw. Aktionärsgruppen und deren Beteiligungen sind zu nennen. Weiter müssen Kernelemente von Aktionärsbindungsverträgen offen gelegt werden. Im separaten Corporate-Governance-Abschnitt des Geschäftsberichts ist detailliert über die Mitwirkungsrechte der Aktionäre zu informieren. Dazu gehören Stimmrechts-Beschränkungen oder -Vertretungen, statutarische Quoren bei GV-Beschlüssen und Eintragungen im Aktienbuch.

(5) Revisionsstelle

Eine wichtige Neuerung ist die Pflicht, Detailinformationen zur Revisionsgesellschaft zu publizieren: Mandatsdauer, Amtsdauer des leitenden Revisors, die Summe der Revisionshonorare sowie zusätzliche Honorare und die Aufsichts- und Kontrollinstrumente des VR zur Beurteilung der externen Revision.

(6) Kapitalstruktur

Die Informationen zur Kapitalstruktur beinhalten die Beträge des ordentlichen, genehmigten und bedingten Kapitals. Zu Letzteren werden weitere Detailinformationen (maximaler Umfang, Dauer der Ermächtigung, Kreis der Begünstigten, Ausgabemodalitäten) verlangt. Für die drei letzten Berichtsjahre sind die Eigenkapitalveränderungen aufzuzeigen. Weiter sind Informationen über die Beschränkung der Übertragbarkeit sowie Nominee-Eintragungen und Angaben über Wandelanleihen und Optionen zu veröffentlichen.

IAS versus US-GAAP: Die Investoren haben das Nachsehen

Die Fronten zwischen den Vertretern der beiden Rechnungslegungsnormen IAS und US-GAAP sind weiterhin verhärtet. Die Harmonisierungsbemühungen stagnieren. Dies manifestiert sich in den nach wie vor beträchtlichen Unterschieden bei Kernfragen wie etwa die Behandlung des Goodwill oder Mitarbeiteroptionsprogramme. Dies wirkt sich auf die Qualität der Vergleichbarkeit von Unternehmen mit unterschiedlichen Rechnungslegungsnormen aus. Corporate Governance bietet eine Möglichkeit, diese Missstände wenigstens teilweise zu beheben.

Marco Demont
The Investor Relations Firm AG

Die Aufgabe der obligatorischen Rechnungslegung lässt sich mit einem Satz umschreiben: der Schutz der Interessen Dritter. Wäre dem nicht so, so wären sämtliche Diskussionen um die anzuwendenden Standards in der Rechnungslegung hinfällig. Die Informationsasymmetrie zwischen Unternehmen und Investoren zwingt die Gesetzgeber bei der Rechnungslegung Vorschriften einzuführen, um den so genannten Principal-Agent-Konflikt möglichst gering zu halten. Ein Strich durch diese Bemühungen machen aber die nationalen Autonomiebestrebungen in Sachen Rechnungslegungsvorschriften. Der Ruf vieler Investoren nach einer Harmonisierung der internationalen Rechnungslegungsvorschriften zwecks Transparenzsteigerung ist bis jetzt noch ungehört geblieben: Jenseits des Atlantiks beharrt die US-Börsenaufsichtsbehörde, die Securities and Exchange Commission (SEC), auf der strikten Einhaltung der Generally Accepted Accounting Principles (US-GAAP) für alle an einer US-Börse kotierten Unternehmen. Auf der anderen Seite positionieren sich die Vertreter der International Accounting Standards (IAS). Mit ihren Vorschriften versuchen sie ein europäisches Gegengewicht zu den USA aufzubauen. Die neue EU-Verordnung zur IAS-Rechnungslegung, gültig ab 1. Januar 2005, untermauert diese langfristige Strategie der europäischen Konkurrenten.

Kampf um Vormachtstellung

Die Schwierigkeit liegt darin, dass bei beiden Parteien die Bereitschaft zur Ko-

operation ausgesprochen gering ist. Bei dem schon beinahe endlos erscheinenden Kampf um die weltweite Vormachtstellung hat aber die SEC (noch) die besseren Karten in der Hand: Die US-Börsenaufsichtsbehörde ist die Wächterin über den Zugang zum weltweit attraktivsten Kapitalmarkt, nämlich die New York Stock Exchange.

Die Thematik rund um das Thema Rechnungslegung ist derzeit äusserst heikel: Die jüngsten Bilanzskandale werden direkt in Zusammenhang mit fehlenden Rechnungslegungsvorschriften gebracht. WorldCom wandelte Verluste in Milliardenhöhe kurzerhand in Gewinne um, Enron versteckte über Jahre hinweg Milliarden-Verbindlichkeiten bei Partnerfirmen. Xerox soll von 1997 bis 2001 falsche Umsätze von rund sechs Milliarden USD ausgewiesen haben. Die Liste liesse sich noch um einige Beispiele erweitern. Dabei sind einige Missbräuche auf klaffende Lücken in den Rechnungslegungsvorschriften zurückzuführen. Ein Grund für die Missbräuche ist, dass die Vergütung von Topmanagern direkt oder indirekt auf den ausgewiesenen Zahlen beruht. Hierzulande ist die Finanzgemeinde noch von grossen Bilanzskandalen verschont geblieben. Stimmen werden jedoch laut, dass die Welle von Bilanzfälschungsskandalen auch die hiesige Unternehmenslandschaft überfluten könnte. Als Reaktion auf die weltweiten Missstände in den Rechnungslegungsvorschriften erleben derzeit Corporate-Governance-Massnahmen Hochkonjunktur. Die SWX Swiss Exchange lancierte jüngst die Corporate-Governance-Richtlinie, die SEC setzte mit der Inkraftsetzung des Sarbanes Oxley-Act neue Massstäbe in Vertrauensförderungsmassnahmen auf Seiten der Anleger.

Goodwill im Fokus

Worin liegen aber die konkreten Unterschiede in den beiden Rechnungslegungsstandards US-GAAP und IAS bei zentralen Fragen wie etwa die Behandlung von Goodwill oder der Ausweis von Optionsprogrammen? Am 20. Juli 2001 publizierte das Financial Accounting Standards Board (FASB) die neue Regelung hinsichtlich Behandlung des Goodwill. Die neue Auslegung schreibt vor, den Goodwill nach US-GAAP nicht mehr über Jahre erfolgswirksam zu amortisieren, sondern erfolgswirksam den Wert zu berichtigen.¹ Eine Unternehmung, die Goodwill nach den neuen Regelungen behandelt, steht daher für einen Anleger auf den ersten Blick wesentlich besser da, wenn keine Wertberichtigung auf den Goodwill ausgewiesen werden muss. Damit kann das Unternehmen einen höheren Gewinn vorweisen. Dieser Aspekt hat dementsprechend auch Auswirkungen auf in-

vestorenrelevante Kennzahlen wie beispielsweise die Price-Earnings-Ratio. Daraus resultiert, dass nach einem Wechsel von alter zu neuer Rechnungslegung nach US-GAAP die Price-Earnings-Ratio der Gesellschaft plötzlich tiefer liegt, obwohl sich wirtschaftlich nichts verändert hat. Das Hauptproblem liegt nun darin, dass als Folge der Aktivposten Goodwill in der Bilanz eingefroren bleibt und kein Aufwandposten «Goodwillabschreibung» existiert. Infolge dieser Regelung leidet unter anderem die Vergleichbarkeit internationaler Unternehmen mit verschiedenen Rechnungslegungsvorschriften. Zudem lässt das neue Verfahren Manipulationen zu.

Andere Ansichten der IAS

Demgegenüber schreibt IAS 38 vor, dass immaterielles Anlagevermögen über die geschätzte Lebensdauer amortisiert werden soll. Eine unendliche Amortisationsfrist zu unterstellen ist aber gemäss IAS untersagt. Grundsätzlich wird von IAS ein maximaler Zeitraum von 20 Jahren bei immateriellem Anlagevermögen angenommen – Ausnahmen werden bei Erfüllung bestimmter Bedingungen in seltenen Fällen gewährt. Bereits aus dieser kurzen Erläuterung der unterschiedlichen Goodwillbehandlung bei US-GAAP und IAS wird deutlich, dass die fehlende Konvergenz der Rechnungslegungsvorschriften die Vergleichbarkeit von Unternehmen mit unterschiedlichen Vorschriften stark erschwert. Dasselbe Problem stellt sich beispielsweise auch

beim Ausweis von Optionsprogrammen: Während US-GAAP die Offenlegung von Mitarbeiteroptionsprogrammen erwähnt, wird auf diesen Punkt in den IAS-Vorschriften nicht näher eingegangen. Gerade bei einem solch sensiblen Thema – in den USA können Optionen bis zu 70 Prozent der Managergehälter ausmachen – sind solche Zustände beunruhigend und bedürfen einer schnellen Lösung. Sonst muss sich ein Anleger beim direkten Vergleich zweier Unternehmen mit unterschiedlichen Rechnungslegungsvorschriften zuerst minutiös mit dem detaillierten Inhalt der einzelnen Rechnungslegungsvorschriften auseinandersetzen, um sich einen Überblick zu verschaffen.

Ob sich die beiden Parteien IAS und US-GAAP in absehbarer Zeit zusammenraufen werden, ist derzeit äusserst fraglich. Zu gross sind noch die inhaltlichen Divergenzen zwischen den beiden Rechnungslegungsvorschriften (siehe auch Kasten). Welche der beiden Vorschriften die richtige ist, ist schwierig zu beurteilen. Die Vor- und Nachteile halten sich die Waage und hängen häufig mit individuellen Präferenzen der Gesetzgeber zusammen. Einen grossen Nachteil weisen aber beide auf: Sie können von Interessengruppen leicht entobjektiviert werden.

¹ Mittels eines so genannten Impairment-Tests wird der Goodwill auf Wertberichtigung überprüft. Entsteht eine Wertberichtigung, wird dieser Betrag dem Ergebnis der laufenden Geschäftstätigkeit belastet.

ZENTRALE UNTERSCHIEDE ZWISCHEN IAS UND US-GAAP

IAS

Allgemein

Das International Accounting Standards Committee (IASC) entwickelt als unabhängige privatrechtliche Institution Rechnungslegungsgrundsätze. Das IASC strebt die Unterstützung der International Organization of Securities Commission (IOSCO) an. Die Vorschriften gelten rechtsform- und grössenabhängig. Ab 1. Januar 2005 gilt für die an europäischen Börsen kotierten Unternehmen die EU-Verordnung zur IAS-Rechnungslegung.

Wahlrechte

Nur geringe Wahlrechte. In einigen Fällen existiert neben der empfohlenen Benchmark-Methode eine alternativ zulässige Methode.

Generalnorm

Fair Presentation: Der Jahresabschluss vermittelt bei angemessener Anwendung der IAS ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild des Unternehmens.

US-GAAP

Die vom Financial Accounting Standards Board (FASB) mit Unterstützung der SEC erlassenen Statements und anderen Verlautbarungen haben gesetzesähnlichen Charakter. US-GAAP gelten nur für Unternehmen, die der staatlichen Börsenaufsicht unterliegen. Die Anwendung der US-GAAP ist Voraussetzung für das Testat eines Wirtschaftsprüfers.

Es gibt keine expliziten Wahlrechte. In einigen Fällen existieren jedoch so genannte faktische Wahlrechte.

Fair Presentation: Die angemessene Darstellung der wirtschaftlichen Verhältnisse muss durch den Wirtschaftsprüfer im Testat bestätigt werden.

Keine Flucht vor Sarbanes-Oxley

Vergangenen Juli hat der amerikanische Kongress den Sarbanes-Oxley Act gutgeheissen.¹ Ziel dieses Gesetzes ist es, das Vertrauen der Investoren in den unter anderem wegen Bilanzskandalen arg gebeutelten nordamerikanischen Kapitalmarkt wiederherzustellen. Bei diesen Skandalen um Enron, WorldCom und Co. kamen eklatante Interessenkonflikte führender Investmentbanken ans Licht, die sich zunächst auf die Analysten des Telekomteams von Salomon Smith Barney beschränkten, nunmehr jedoch ihre Kreise auch um Goldman Sachs und andere Ikonen des US-amerikanischen Investment Banking ziehen.²

*Dr. Peter Kirkow
Associate Partner, Makinson Cowell*

Das von der US-Regierung verabschiedete Gesetz instruiert die amerikanische Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde, die Securities and Exchange Commission (SEC), erheblich strengere Bestimmungen und härtere strafrechtliche Sanktionen anzuwenden. Dadurch soll ein wirksames Instrument gegen die aufblühende Wirtschaftskriminalität geschaffen werden, welches das Vertrauen der Investoren in die Kapitalmärkte wiederherstellen soll.

Der Grossteil der neuen Bestimmungen bezieht sich sowohl auf US-amerikanische als auch auf ausländische Gesellschaften, die an amerikanischen Börsen kotiert sind. Diese Erweiterung amerikanischer Börsengesetze auf internationales Hoheitsgebiet sorgte umgehend für heftige Reaktionen aus dem Ausland, insbesondere aus der EU. Dies manifestierte sich etwa in einem Brief führender deutscher Grossunternehmen an die SEC, datiert per 17. Juli 2002.³

Repräsentatives Meinungsbild

Die britisch-amerikanische Kapitalmarktberatungsgesellschaft Makinson Cowell lancierte in diesem Zusammenhang im September 2002 eine Umfrage unter amerikanischen Investoren, um ein Meinungsbild über die Implikationen des Sarbanes-Oxley Act für ausländische Gesellschaften zu erhalten. Die angefragten Fondsmanager und Analysten der insgesamt 22 Institutionen vertreten dabei einen Fünftel der 100 wichtigsten amerikanischen Anleger mit Aktivitäten in nicht amerikanischen Wertpapieren,

die aber in den USA kotiert sind. Diese verwalten kumuliert ein Kapital von rund 2,5 Mrd. USD. Die Auswahlkriterien setzten sich zusammen aus der Fondsgrösse, dem Investmentstil sowie dem geographischen Ursprung. Dadurch ist die Repräsentativität der Umfrage gewährleistet.

Das Ausmass an falscher Berichterstattung, Betrug und Diebstahl schockierte selbst die erfahrenen und hartgesottenen amerikanischen Investoren. Dafür werden jedoch nicht nur die Diskrepanzen in den unterschiedlichen Berichterstattungssystemen verantwortlich gemacht.

Laut Aussagen der befragten Investoren werden Personen, die auf Betrug und Diebstahl aus sind, immer einen Weg finden, auch ausgeklügelte Berichterstattungssysteme zu umgehen.

Mehr Schuld wird den Geschäftsführern, Gutachtern und anderen Beratern sowie den teilweise widersprüchlichen und verfänglichen Mitarbeiter- bzw. Kaderbeteiligungsprogrammen zugeschrieben, die zusätzlich unter den schwachen Strafsanktionen und Rechtsinkraftsetzungen während der Konjunktur Ende der 90er-Jahre litten. Ein Grossteil dieser Unzulänglichkeiten wird vom Sarbanes-Oxley Act angesprochen, wobei

die befragten Investoren vor allem neue Bestimmungen über den privaten Aktienhandel der Vorstände sowie Restriktionen zu den Ausleihkrediten an das Topmanagement begrüssen.

Die Fondsmanager kommentieren die neue Regelung, wonach die persönliche Unterschrift von Vorstandsvorsitzenden und Finanzvorständen unter die Finanzergebnisse Betrugereien verhindern könnte, äusserst skeptisch. Dies ist nicht nur in Grossbritannien, sondern auch in anderen Ländern der EU-Zone mittlerweile alltägliche Praxis. Vielmehr sollte diese Regelung eine konservativere und transparentere Berichterstattung ermöglichen.

Die Meinungen divergieren bei der Frage, ob die USA das moralische oder sogar juristische Recht hätten, Regelungen und Strafverfolgungen auf nicht-amerikanische Unternehmen anzuwenden. Dennoch meint die Mehrheit der befragten Investoren, dass für ausländische Unternehmen, die in den USA kotiert sind, gleiche Berichterstattungsvorschriften wie für amerikanische Gesellschaften gelten sollten.

Delistings europäischer Unternehmen in den USA?

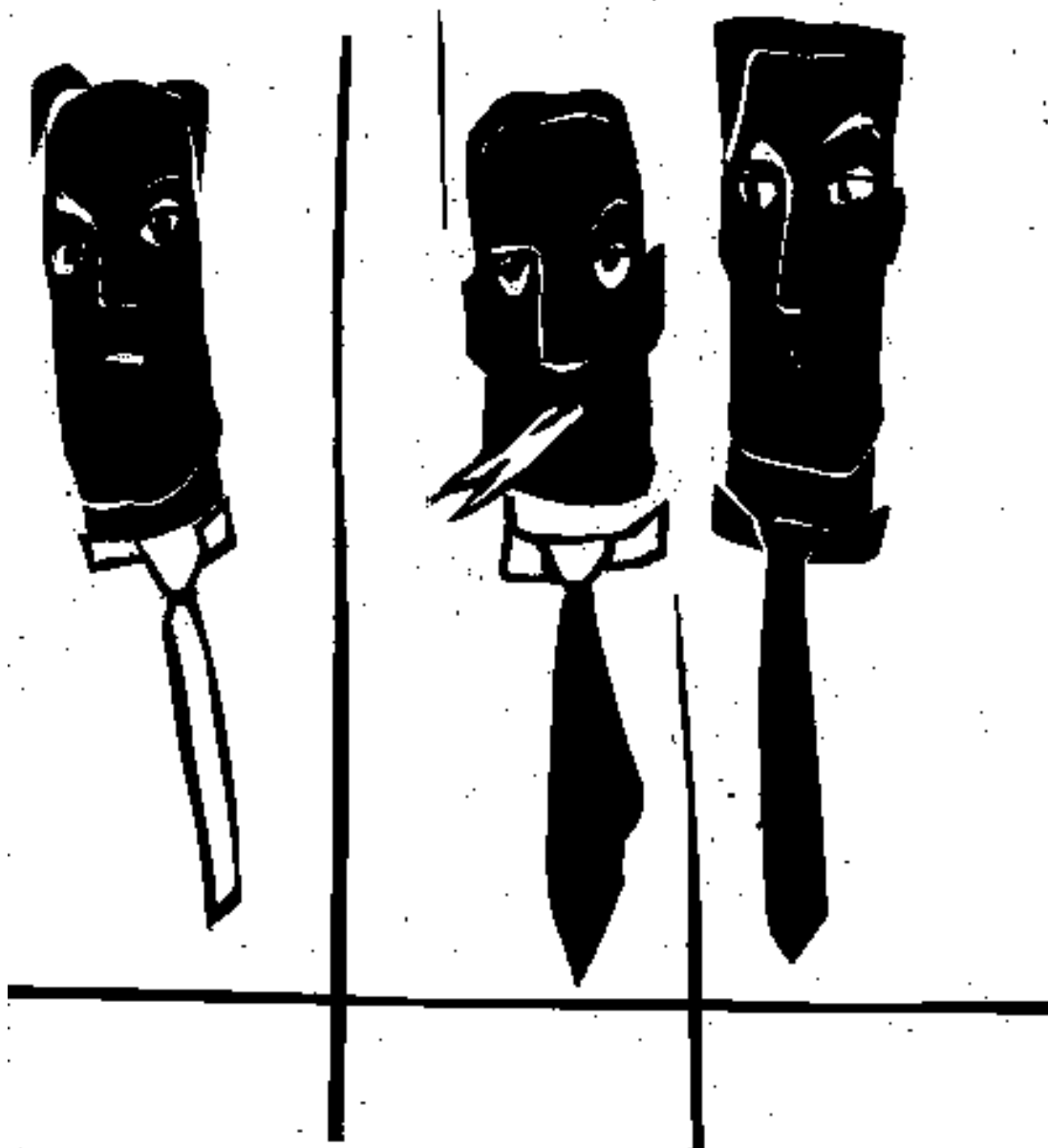
Ein Grossteil der Fondsmanager ist der Meinung, dass nunmehr weniger auslän-

dische Unternehmen ein Listing in den USA anstreben werden. Ein aktuelles Paradebeispiel dafür ist der deutsche Sportwagenhersteller Porsche: Das Unternehmen hat am 17. Oktober 2002 angekündigt, seine Überlegungen für ein Listing seiner Aktie an der New York

Makinson Cowell – Partner von IR Firm

Makinson Cowell ist ein bedeutendes Investor-Relations-Beratungsunternehmen mit Sitz in London, New York und San Diego. Der Hauptfokus des Unternehmens liegt bei der Beziehung zwischen dem Corporate-Sektor und institutionellen Investoren.

Makinson Cowell ist bekannt für unabhängige, objektive Beratung, gestützt auf rigorose Recherchen und Analysen, sowie für ein breites Know-how in Bezug auf Investmentfirmen in der ganzen Welt. Gegründet 1989, beschäftigt Makinson Cowell derzeit rund 60 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter und verfügt über ein Kundenportfolio mit 50 Firmen, von denen die meisten FTSE-Eurotop-300-Unternehmen sind.



Die Vertrauensbasis zwischen Unternehmen und Investoren auf dem Prüfstand

ker Börse wegen den neuen Gesetzesvorschriften vorerst nicht weiterzufolgen. Dennoch glauben die amerikanischen Investoren nicht daran, dass eine «Delisting-Welle» von gegenwärtig in den Vereinigten Staaten kotierten Gesellschaften die amerikanischen Börsen überfluten wird. Dies käme einem Eingeständnis seitens der Unternehmen gleich, «Leichen im Keller» zu verstecken. Gleichzeitig bedeutet ein Listing in den Vereinigten Staaten weiterhin den Zugang zum grössten und attraktivsten Kapitalmarkt der Welt.

Die befragten Investoren gaben deutlich zu verstehen, dass es für nichtamerikanische Unternehmen in der gegenwärtigen Marktsituation wichtiger denn je ist, mehr Details über einzelne Geschäftssparten, Rücklagen, ausserbudgetäre Fonds sowie auch Zusatzzahlungen für das Topmanagement zu veröffentlichen. Eine rechtzeitige Berichterstattung wird den ausländischen Gesellschaften mit einem Listing in den USA ebenfalls empfohlen.

Amerikanische Investoren erachten zudem das britische Corporate-Governance-System als weltweit führend. Die Skandale in den USA hätten die Überlegenheit der britischen Regelungen mit nichtexekutiven Vorsitzenden sowie wahrhaft unabhängiger Direktoren deutlich ans Licht gebracht. Die Antworten zeigen auf, dass zahlreiche europäische Unternehmen bezüglich der Offenlegung und Kommunikation mit den Investoren einen enormen Schritt vorwärts vollzogen haben. Dennoch ist es noch ein weiter Weg bis zur Erreichung des angelsächsischen Standards. Die Schweiz und die Niederlande zählen nach Meinung der befragten amerikanischen Anleger zu den führenden Ländern im Bereich Offenlegung und Kommunikation. Frankreich verzeichnete in der jüngsten Vergangenheit einen Aufwärtstrend. Der Aufholprozess startete jedoch von einem niedrigeren Niveau im Vergleich zu den zuvor erwähnten Ländern. Eine Reihe internationaler Top-Unternehmen in Deutschland haben sich laut Aussagen der befragten Investoren ebenfalls stark verbessert.

Dennoch seien die Defizite bei der Offenlegung und Kommunikation bei zahlreichen europäischen Unternehmen nach wie vor frappant. Besonders italienische Unternehmen rangierten empfindlich nahe beim Schlusslicht.

Die ausführliche Studie finden Sie auf der Webseite:

www.makinson-cowell.co.uk

¹ Das Gesetz wurde nach dem amerikanischen Senator Paul S. Sarbanes und dem Kongressabgeordneten Michael G. Oxley benannt.

² Goldman Sachs hatte dabei an Vorstandsvorsitzende von 21 Kunden präferenzielle Aktienallokationen bei IPOs unter anderem von Lucent, Yahoo und eBay vorgenommen (siehe auch Financial Times, 4. 10. 2002, S. 1 und 19).

³ Siehe www.sec.gov/rules/proposed/s71602/bv02t1.htm. Dieser Brief wurde von den Vorstandsvorsitzenden und Finanzvorständen von DaimlerChrysler, Infineon, Deutsche Bank, SAP, Deutsche Telekom, Schering, E.ON sowie Siemens unterzeichnet.

«ICH SCHWÖRE UNTER EID...»

(dem) Der am 30. Juli durch Präsident Bush in Kraft gesetzte Sarbanes-Oxley Act of 2002 ist ein umfassendes, rund 130-seitiges Gesetzeswerk. Es enthält zahlreiche Aspekte zu Corporate Governance sowie zu Berichterstattungspflichten von Gesellschaften und der damit zusammenhängenden Durchsetzung und Verfolgung im US-Wertpapierhandelsrecht. Bisher existierte in den Vereinigten Staaten kein umfassender Corporate-Governance-Ansatz. Das Gesetz findet grundsätzlich nicht nur auf US-amerikanische Publikums-gesellschaften Anwendung, sondern auch auf alle Unternehmen, deren Wertpapiere nach dem Securities Exchange Act of 1934 bei der SEC registriert sind. Davon betroffen sind demzufolge auch Schweizer Unternehmen, die in den USA gelistet sind, wie etwa Novartis oder UBS mit ihren ADR-Programmen. Von den neuen Gesetzen sind fünf Hauptgruppen betroffen:

Gesellschaften

Die Gesetzgeber verschärften das Straf-mass bei Manipulationen in der Buchführung markant. Durch den Ausweis aller materiellen Ausserbilanzgeschäfte und die sofortige Meldepflicht bei Änderungen der finanziellen oder operativen Situation soll die Transparenz erhöht werden. Darüber hinaus darf per sofort keine Kreditvergabe an die Verwaltungsräte sowie die Direktionsmit-glieder gewährt werden.

Verwaltungsräte, CEOs und CFOs

Ein zentraler Punkt des Sarbanes-Oxley Act ist die Vorschrift, zukünftig alle Geschäftsberichte und obligatorischen Berichterstattungen durch den CEO und den CFO eidesstattlich beglaubigen zu lassen, dass sie der Generalnorm der Fair Presentation sowie den Bestimmungen der SEC genügen. Ausserdem ist es verboten, die Wirtschaftsprüfer bei ihrer Arbeit in betrügerischer Absicht zu beeinflussen. Die SEC ist befähigt, fehlbare Personen des Topmanagements und des Verwaltungsrates aus ihren Unternehmensfunktionen zu entlassen.

Interner Prüfungsausschuss

Dem internen Prüfungsausschuss wird die Hauptverantwortung in der Selektion, Entschädigung und Überwachung des Wirtschaftsprüfers übertragen. Zusätzlich muss mindestens ein Mitglied des Ausschusses ein Finanzexperte sein. Sämtliche Mitglieder müssen unabhängig vom Unternehmen sein.

Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

Mit dem neuen Gesetz wird das Public Accounting Oversight Board (PCAOB) eingeführt. Dieses nationale Aufsichtsgremium untersteht direkt der US-Börsenaufsichtsbehörde SEC. Sämtliche Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, die ein an einer US-Börse kotiertes Unternehmen als Kunde haben, müssen sich beim PCAOB registrieren. Das Board ist befähigt, Bussen oder Sanktionen bei

Nichteinhalten von Vorschriften zu er-lassen. Die Prüfergesellschaften werden in regelmässigen Abständen vom PCAOB auf deren Arbeitsqualität untersucht. Zudem besteht alle fünf Jahre eine Rotationspflicht für den verantwortlichen Prüfpartner.

Anwälte

Sämtliche Anwälte, die von einem Unternehmen beschäftigt werden oder dessen Interessen wahrnehmen, sind zukünftig verpflichtet, ihren Vorgesetzten über Anzeichen von Betrug und anderen Vergehen zu berichten. Falls dies nichts nützt, muss der Verwaltungsrat kontaktiert werden.

Obwohl der Sarbanes-Oxley Act inhaltlich den höchsten Ansprüchen der Corporate Governance entspricht, löste das Gesetzeswerk in verschiedenen Kreisen auch Kritik aus. Erstens bedeute es einen massiven Rückschlag für die Wirtschaftsprüfer-Branche. Laut Fachkreisen ist mit einer Restrukturierung der gesamten Branche zu rechnen. Zweitens regeln die amerikanischen Gesetzgeber Dinge, für die ihnen die Kompetenz fehlt. Die Reaktion besonders aus europäischen Staaten liess nicht lange auf sich warten (siehe Hauptartikel) und juristische Streitigkeiten sind vorausseh-bar. Drittens weist das Gesetzeswerk

noch Lücken auf, wie zum Beispiel bei der Behandlung von Mitarbeiteroptionen. Es ist also zu erwarten, dass sich der Sarbanes-Oxley Act in den nächsten Jahren weiterentwickeln wird. In welche Richtung ist aber noch ungewiss. Die europäischen Börsenbehörden werden diesbezüglich wohl ein Wort mitreden wollen. Ob und in welchem Ausmass die SEC einlenken wird, ist noch offen. Ein Kolumnist der wöchentlichen US-Wirtschaftszeitung «Barron's» fasste jüngst die Wirkung des Sarbanes-Oxley Act wie folgt zusammen: «Die Chefs werden motiviert bleiben, Luft in die Aktienkurse zu pusten. Aber sie tun sich schwerer damit. Ein bisschen spekulativer Saft wird aus dem Markt gedrückt.»

Die jüngsten Misstöne um Goldman Sachs untermauern diese Worte: Trotz des Schwures unter Eid von CEO Henry M. Paulson (siehe Bild) datiert vom 6. August 2002 ist die US-Investmentbank knapp zwei Monate später wieder in die Schlagzeilen geraten: Die amerikanische Investmentbank wurde beschuldigt, guten Kunden wie etwa Ebay-Chefin Meg Whitman oder Ford-Erbe Clay Ford bei zahlreichen IPOs Aktien zu guten Konditionen vorweg verkauft zu haben, damit diese die Wertpapiere am ersten Handelstag wieder teurer verkaufen konnten.

Quelle: SEC

Aug-06-2002 10:57am From: T-181 P.003 F-000

04/3

Statement Under Oath of Principal Executive Officer Regarding Facts and Circumstances Relating to Exchange Act Filings

I, Henry M. Paulson, Jr., state and attest that:

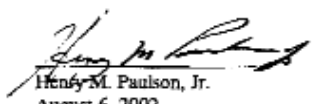
(1) To the best of my knowledge, based upon a review of the covered reports of The Goldman Sachs Group, Inc. (the "Company"), and, except as corrected or supplemented in a subsequent covered report:

- no covered report contained an untrue statement of a material fact as of the end of the period covered by such report (or in the case of a report on Form 8-K or definitive proxy materials, as of the date on which it was filed); and
- no covered report omitted to state a material fact necessary to make the statements in the covered report, in light of the circumstances under which they were made, not misleading as of the end of the period covered by such report (or in the case of a report on Form 8-K or definitive proxy materials, as of the date on which it was filed).


(2) I have reviewed the contents of this statement with the Company's Audit Committee.

(3) In this statement under oath, each of the following, if filed on or before the date of this statement, is a "covered report":

- the Annual Report on Form 10-K of the Company, filed on February 22, 2002 with the Commission;
- all reports on Form 10-Q, all reports on Form 8-K and all definitive proxy materials of the Company filed with the Commission subsequent to the filing of the Form 10-K identified above; and
- any amendments to any of the foregoing.


Henry M. Paulson, Jr.
August 6, 2002

Subscribed and sworn to before me this 6th day of August, 2002


Notary Public

My Commission Expires: May 20, 2006

RECEIVED
OFFICE OF THE SECRETARY
AUG 06 2002

«Statement under Oath» von H. M. Paulson, CEO Goldman Sachs

«Gesetze behandeln nur die Spitze des Eisberges!»

An den weltweiten Börsenplätzen herrscht derzeit Katerstimmung: Die Aktienkurse sind volatil, Bilanzskandale stellen die Grundwerte der modernen Wirtschaftsstruktur auf den Prüfstand und Investoren versuchen vergeblich, eine gewisse Kontinuität in der weiteren Kapitalmarktentwicklung zu erkennen. Vorbei sind die Boom-Jahre, als sich Indexrekordmeldungen hetzten und gewagte Prognosen für die weitere Entwicklung der Börsenbarometer aufgestellt wurden. Die anhaltend negative Entwicklung an den Kapitalmärkten hat aber auch positive Seiten, meint Cynthia Liu, Chief Investment Officer Marcuard Family Office. Sie bietet die ideale Plattform zur Neuausrichtung und Änderung der Grundeinstellung der zentralen Exponenten im Finanzmarkt - zurück zu Transparenz, Faktenbezogenheit, Integrität und langfristigem Denken.

Das Vertrauen der Investoren in die Unternehmen ist in den letzten zwei Jahren dramatisch gesunken. Auf welche Faktoren achten Sie als Fondsmanagerin in unsicheren Zeiten?

Cynthia Liu: Bei jedem Investitions- bzw. Bewertungsprozess ist für mich die Transparenz der zentrale Aspekt. Diesbezüglich hat sich die Situation bei den Unternehmen in den letzten zehn Jahren markant verschlechtert. Heute stehen wir an einem Punkt, an dem viele kotierte Firmen grosse Transparenzdefizite aufweisen.

Weshalb diese negative Entwicklung?

Cynthia Liu: Die Unternehmensinformationen und Produkte werden zunehmend komplexer. Als logische Folge sinkt das Verständnis über die Unternehmen sowohl bei Investoren als auch bei Analysten kontinuierlich. Dies führt zu einer mangelnden Transparenz aus Sicht der Finanzgemeinde, die sich gerade in Zeiten der Ungewissheit noch viel stärker auswirkt.

Wie treten institutionelle Investoren und Analysten diesem Problem entgegen?

Cynthia Liu: Es gibt zwei Möglichkeiten: Einerseits setzt man den Fokus auf solche Unternehmen, die man versteht und kennt. Dabei muss eine gesunde Portion Skepsis jeden Investitionsprozess begleiten. Unternehmen, die nicht transparent kommunizieren, haben häufig etwas zu verbergen. Andererseits sollte man von Unternehmen, deren Aktivitäten nicht verständlich oder durchschaubar sind, strikt die Finger lassen. Die Möglichkeiten, Geschäftsberichte in irgendeiner Form zu verschleiern, sind immens. Beispiele dafür sind Transaktionen im Bereich Financial-Engineering oder Off-Balance-Sheets. Daher müssen auch die Fussnoten der Geschäftsberichte genau unter die Lupe genommen werden. Falls etwas nicht verständlich ist, ist umgehend beim Unternehmen nachzuhaken. Kommt dann keine Antwort oder sind die Zahlen auch danach noch unverständlich, lässt man besser die Finger davon. Enron ist ein gutes Beispiel dafür: Das Warnsignal

blinkte bereits lange, denn nicht einmal mehr Experten verstanden die Unternehmensstruktur und die Geschäftsaktivitäten. Das Resultat ist allen bekannt.

Welche Auswirkungen haben diese Grundregeln auf Ihre persönlichen Anlageentscheide?

Cynthia Liu: Ich orientiere mich an den genannten Richtlinien: Ich lasse die Finger von allem, was ich nicht kenne. Es muss aber gesagt sein, dass Analysten und Investoren diesbezüglich klar verstanden haben. Anfang der 90er-Jahre fungierten die Analysten als eine Art Ordnungshüter: Gute Unternehmen erhielten von den Anlegern Kapital, schlechte Unternehmen wurden bestraft. Diese Struktur erhielt den Kapitalmarkt effizient. Der «Bubble» Ende der 90er-Jahre brachte eine Wende: Analysten agierten häufig als Marionetten und liessen sich von den Unternehmen unter Druck setzen. Dadurch kamen sie zwar zu viel

Ruhm, Ehre und Geld. Wegen der anhaltenden Börseneuphorie störte sich niemand gross daran. Die Investoren hörten auf die Analysten und meistens erhielten diese auch, was sie forderten: den schnellen Renditeerfolg. Das kollektive Versagen der Finanzgemeinde Ende der 90er-Jahre ist derzeit mehr denn je nachhaltig spürbar.

Können Gesetze wie beispielsweise der Sarbanes-Oxley Act zur Gesundung der Kapitalmärkte beitragen?

Cynthia Liu: Gesetze behandeln kieselnde Kapitalmärkte nicht an der Wurzel. Solange es entsprechende Anreize für das Topmanagement gibt, wird es immer möglich sein, gesetzliche Regulationen zu umgehen. Ende der 90er-Jahre wurde das Topmanagement an kurzfristigen Renditen gemessen. Oberstes Ziel war es, Shareholder Value zu generieren. Jetzt sind wir in der Entwicklung an einem Punkt angelangt, an



Die Kunst, mit Zwischentönen umzugehen

dem es Zeit ist, wieder zu den Grundwerten zurückzukehren. Damit meine ich vor allem, ein Unternehmen zu führen, das auf langfristige Sicht rentabel ist. Dies läuft auch auf einen sozialen Urteilsprozess hinaus.

Besteht eine zentrale Aufgabe des Unternehmens darin, die ehrlichen, integren Manager zu finden?

Cynthia Liu: Ja, so ist es. Daran angeknüpft sind noch zwei weitere Punkte: Einerseits müssen Fragen zu Kaderbeteiligungsprogrammen unter die Lupe genommen werden. Diese sollten langfristig und auf das Gedeihen des Unternehmens ausgerichtet sein. Auch dies nahm Ende der 90er-Jahre einen unkontrollierbaren Verlauf: Teilweise bestanden Gehälter von Kadermitarbeitern bis zu 70 Prozent aus Aktienoptionen. Deshalb haben Manager kurzfristig und renditebezogen agiert. Andererseits ist die Kommunikationsaufgabe des Managements wichtig: Die langfristigen Pläne müssen klar und verständlich kommuniziert werden. Bei diesem Punkt spielten natürlich Investor Relations eine wesentliche Rolle.

Sind nicht gerade in erfolgreichen Zeiten die Anreize gross, den Höhenflug des Unternehmens auch für sich selber zu vergolden?

Cynthia Liu: Genau. Es ist interessant zu sehen, dass es beispielsweise eine positive Korrelation zwischen «Boom»-Zeiten und Unehrlichkeit bei Managern

Was ist ein unabhängiges Family Office?

Der Begriff «Family Office» kommt ursprünglich aus den USA. Er beschreibt eine Institution, welche das Vermögen wohlhabender Familien in umfassender Weise betreut. Ein unabhängiges Family Office ist so strukturiert, dass es in der Lage ist, die Vermögen ihrer Kunden ohne Zielkonflikte zu verwalten. Es operiert frei in der Auswahl der Finanzprodukte und unabhängig bei der Verwendung von Finanzinformationen. Das Family Office vertritt als Partner des Kunden dessen Interessen. Die Art und Weise, wie das Vermögen der Familien unter Berücksichtigung von Steuern, Inflation und Kosten über Generationen erhalten werden kann, steht dabei im Vordergrund.

Der typische Family-Office-Kunde verfügt in der Regel über ein zu verwaltendes Vermögen von über 30 Mio. CHF und wünscht sich eine massgeschneiderte Finanzplanung mit einer auf die Performance nach Steuern fokussierten Vermögensverwaltung. Schlüsselmitarbeiter sind bei einem Family Office üblicherweise am Unternehmen beteiligt um Kontinuität sicherzustellen. Ein Relationship Manager kümmert sich um 5 bis 10 Familien und ist daher in der Lage, im Detail auf ihre Bedürfnisse einzugehen.

gibt. Je besser sich die Börse entwickelt, desto mehr Betrügereien gibt es und umgekehrt. Dies hat vor allem damit zu tun, dass während «Boom»-Zeiten die Anreize für das Management etwa in Form von Kaderbeteiligungsprogrammen bis zum Exzess ausgeweitet werden. Da wird es auch schwierig, sich diesen Anreizen zu entziehen. Daher sind gerade in Krisenzeiten integre Persönlichkeiten besonders gefragt.

Unsichere Zeiten bergen das Problem der Irrationalität auf Seiten der Investorengemeinde, was wiederum Nährboden für kurzfristiges Denken und Handeln bietet. Stellt nicht genau dies derzeit ein Problem dar?

Cynthia Liu: Ja, das stimmt. Aber solche Zeiten, wie sie derzeit vorherrschen, sollten den Investoren die Augen öffnen und aufzeigen, dass kurzfristiges Denken nichts bringt. Dadurch wird lediglich das Management unnötig unter Druck gesetzt. Dies provoziert kurzfristiges Handeln. Manager sind schliesslich die Profis. Sie sind dafür verantwortlich, dass die Unternehmen auch langfristig erfolgreich sind. Dass diese Ziele nur teilweise mit denjenigen der Investoren übereinstimmen, ist verständlich. Die Investoren müssen aber für die Rolle des Managements Verständnis aufbringen und auch langfristig denken lernen. Denn wenn langfristige, vielversprechende Unternehmenspläne für die kurzfristigen Bedürfnisse der Investoren geopfert werden, verlieren schliesslich alle Parteien.

Das sind aber Zukunftsträume...

Cynthia Liu: Das stimmt, aber gute Beispiele gibt es bereits: Porsche beispielsweise lässt sich von kurzfristigen, externen Faktoren nicht unter Druck setzen. Trotzdem geht es den Aktionären sehr gut.

[Anmerkung der Redaktion: Porsche verlor seinen Platz im deutschen Indexsegment M-Dax, nachdem der Sportwagenhersteller bekannt gegeben hatte, keine Quartalszahlen mehr zu veröffentlichen. Zudem beschloss das Stuttgarter Unternehmen Mitte Oktober 2002, die Pläne für ein US-Listing unter anderem wegen zu hohem Aufwand hinsichtlich des Sarbanes-Oxley Acts vorerst auf Eis zu legen. Die Automobilaktie verzeichnete von Anfang September bis Mitte August eine Kursavance von rund drei Prozent.]

Nach wie vor gilt: Der Markt reagiert äusserst schnell auf positive oder negative Unternehmensereignisse. Dementsprechend hart kann auch die Bestrafung an den Kapitalmärkten ausfallen. Das Aufstellen von Richtlinien und Gesetzen erschwert den Prozess. Folge davon sind zusätzliche Kosten und erhöhte



Cynthia Liu

Komplexität, die indirekt wiederum auf den Geschäftsgang durchschlagen. Siehe USA: Genau in diesem Land mit der weltweit höchsten Gesetzesdichte kamen die meisten Skandale ans Tageslicht. Daher liegt die Lösung, einfach gesagt, nicht in Richtlinien, sondern in ehrlichen, integren Managern mit langfristigen Perspektiven.

Wie sehen Sie die Rolle der Investor Relations in diesem Gesamtzusammenhang?

Cynthia Liu: Investor Relations sind das Bindeglied zwischen Management und Finanzgemeinde. Insofern ist die Rolle der Investor-Relations-Abteilung immens wichtig. Sie hat zur Aufgabe, der Finanzgemeinde wahrheitsgetreue und proaktive Berichte über die Unternehmensaktivitäten zu liefern. Der zentrale Punkt ist nun, dass sich die Investor-Relations-Abteilung nicht diktieren lässt, welche Informationen die Investoren zur Erreichung ihrer kurzfristigen Anlagestrategien benötigen, sondern Informationen herausgibt, die das langfristige und nachhaltige Wachstum des Unternehmens gewährleisten. Beispielsweise sind Unternehmen Konjunkturzyklen unterworfen. Diese müssen berücksichtigt, kommuniziert und verstanden werden.

Wie beurteilen Sie den gegenwärtigen Zustand der Investor-Relations-Abteilungen bei US- oder europäischen Unternehmen?

Cynthia Liu: Ich kann vor allem die Situation in den USA beurteilen: Dort verkommen gute und angesehene CEOs und CFOs zu Medienstars, die mehr damit beschäftigt sind, sich in den Medien zu profilieren, als Substanz zu liefern. Sie werden immer mehr zum Spielball der Medien. Es ist eine zentrale Aufgabe der Investor Relations, diese negative Tendenz der Vermarktung zu bremsen und die Unternehmenschefs wieder auf ihre angestammte Aufgabe, nämlich das Führen eines Unternehmens, zurückzuführen. Diesbezüglich haben die Investor-Relations-Abteilungen in den USA noch Nachholbedarf.

Sie sind CIO bei einem Family Office (siehe Kasten). Welche Bedeutung haben Investor Relations für ein Family Office?

Cynthia Liu: Marcuard Family Office investiert nicht direkt in Unternehmen, sondern arbeitet mit sorgfältig ausgewählten Fondsmanagern zusammen, die dann das Vermögen der Kunden in Fonds investieren. Für diese Fondsmanager ist die Investor-Relations-Abteilung das Fenster zum Unternehmen und hat dementsprechend eine zentrale Bedeutung. Unsere Aufgabe besteht darin, die richtigen Fondsmanager zu finden, die das Unternehmen und dessen Aktivitäten genau kennen, damit die Gelder unserer Kunden optimal angelegt werden können. Insofern haben Investor Relations für uns als Family Office nur

eine indirekte, aber trotzdem sehr wichtige Bedeutung.

Interview: Marco Demont, IR Firm

Cynthia Liu arbeitet für Marcuard Family Office als Chief Investment Officer. Seit mehr als zwanzig Jahren ist sie in der Kapitalanlage tätig. Bereits seit zehn Jahren beschäftigt sie sich mit Fonds und war bei Charles Schwab Investments in San Francisco für die Lancierung und das Management der Multiadvisor Funds zuständig. Für ihre Tätigkeit als Fondsmanagerin erhielt sie während ihrer Karriere zahlreiche international anerkannte Auszeichnungen.

Die Gebote des Warren Buffett

(dem/ash) Patentrezepte für den sicheren Renditeerfolg an der Börse gibt es nicht. Doch zweifelsfrei haben die von Investor zu Investor sehr unterschiedlichen Anlagekriterien einen entscheidenden Einfluss auf die Performance eines Portfolios. Ein gutes Beispiel dafür ist das «Orakel von Omaha», Warren Buffett: Beispielsweise verstand Buffett laut eigenen Aussagen zu wenig von New-Economy-Unternehmen, um selber in so genannte «TMT»-Aktien zu investieren. Damit hatte er langfristig das richtige Gespür: Der Aktienkurs seiner Investmentgesellschaft Berkshire Hathaway fiel wohl von März 1999 bis März 2000 um rund 49 Prozent von 80 500 auf 41 000 USD ab, notierte Ende Oktober 2002 aber wieder bereits bei knapp 73 000 USD. Besonders eindrücklich liest sich die historische Entwicklung: In den letzten 37 Jahren ist der Buchwert je Aktie von Berkshire Hathaway im Durchschnitt um 22,6 Prozent pro Jahr gestiegen. Damit hat die Performance der Berkshire-Hathaway-Aktie den S&P-500-Index im Durchschnitt um 11,6 Prozent überboten.

- 1) Investiere nie in Unternehmen, für die dir das Verständnis fehlt.
- 2) Verzichte darauf, Aktienkurs-, Wirtschafts- oder Zinssatzentwicklungen vorherzusehen.
- 3) Konzentriere dich nicht nur auf Jahresresultate. Schenke auch der durchschnittlichen Entwicklung während der letzten fünf Jahre Beachtung.
- 4) Tätige immer Investitionen mit langfristiger Sicht.
- 5) Die Fähigkeit, «Nein» zu sagen, ist ein immenser Vorteil für Investoren.
- 6) Hinterfrage immer, ob das Management ehrlich mit den Investoren umgeht.

Einige dieser Faktoren, etwa die Punkte 1, 3 und 6, werden vom Investor-Relations- und Kommunikationsgeschick der Unternehmen mit beeinflusst. Welchen Gesellschaften gelingt es, ihre Strategie und ihre Tätigkeiten so darzustellen, dass potenzielle Investoren sie verstehen (siehe auch Interview)?

Die SWX ist gewappnet

(dem) Die neue Corporate-Governance-Richtlinie (RLCG) der SWX Swiss Exchange steht bei kotierten Unternehmen zuoberst auf der Traktandenliste. Die Umsetzung der Richtlinie in den Geschäftsberichten 2002 läuft mit Hochdruck und verlangt von den Firmen einen deutlichen Mehraufwand. Wie sieht die Situation auf Seiten der SWX Swiss Exchange aus? Stefan Lüchinger, Leiter Publizität und Offenlegungsstelle der SWX Swiss Exchange, gibt Auskunft.

Wie wird die RLCG bei der SWX Swiss Exchange intern bearbeitet?

Stefan Lüchinger: Zuständig für die konkrete Umsetzung ist die Abteilung Publizität der SWX Swiss Exchange. Eine Liste mit Kontaktpersonen findet sich auf der Homepage der SWX Swiss Exchange unter:

http://www.swx.com/admission/cg_intro_de.html

Gibt es eine Übergangsfrist betreffend die Richtlinienumsetzung?

Stefan Lüchinger: Nein, in Randziffer 9 der Richtlinie ist die Inkraftsetzung ausgeführt. Die Diskussion um die RLCG läuft bereits seit rund eineinhalb Jahren. Aus diesem Grund wurde auf die Gewährung einer Übergangsfrist verzichtet.

Wie sehen die Sanktionen bei Nichterfüllung der Richtlinie aus?

Stefan Lüchinger: Die Pflichten im Rahmen der Corporate-Governance-Richtlinie werden gleich behandelt wie alle anderen Pflichten der Emittenten und unterstehen damit denselben Sanktio-

nen. Die möglichen Sanktionen sind in Art. 82 des Kotierungsreglementes beschrieben und reichen vom Verweis am einen Ende der Skala bis zur Dekotierung am anderen Ende der Skala.

Die Qualität bei der RLCG-Umsetzung wird divergieren. Was erwarten Sie von der ersten «RLCG-Runde»?

Stefan Lüchinger: Ich gehe davon aus, dass die Unternehmen sich dessen bewusst sind, dass die ersten Berichte bezüglich des Corporate-Governance-Kapitels von der Öffentlichkeit sehr genau unter die Lupe genommen werden. Es ist zu erwarten, dass verschiedene wissenschaftliche Studien zur Corporate Governance, gestützt auf die Corporate-Governance-Angaben der Emittenten, erstellt werden. Deshalb bin ich überzeugt, dass die Emittenten um die best-

mögliche Erfüllung der Pflichten aus der Corporate-Governance-Richtlinie besorgt sein werden.

Inwiefern unterstützt die SWX Swiss Exchange die Emittenten hinsichtlich der RLCG?

Stefan Lüchinger: Die SWX Swiss Exchange hat eine Kontaktseite im Internet aufgeschaltet (vgl. http://www.swx.com/admission/cg_intro_de.html). Daneben soll in Kürze ein Kommentar zur RLCG der Öffentlichkeit zur Verfügung gestellt werden [Anm. der Redaktion: Bei Redaktionsschluss konnte von Seiten der SWX Swiss Exchange noch kein genaues Erscheinungsdatum genannt werden]. Neben der SWX Swiss Exchange bieten auch zahlreiche Beratungsunternehmen Hilfe hinsichtlich der Umsetzung der RLCG an.

IR Firm – Schnittstelle zum Kapitalmarkt

Die Beschaffung von Eigenkapital hat in den letzten Jahren markant an Bedeutung gewonnen. Gleichzeitig nehmen Aktionäre mehr Einfluss auf die Unternehmensführung. Die «Financial Community» ist anspruchsvoller geworden und hat sich professionalisiert. Dies stellt die Unternehmen vor neue Herausforderungen. Strategie, Ziele, Erwartungen und finanzielle Ergebnisse müssen aktiv formuliert und kommuniziert werden. IR Firm kennt die relevanten Akteure in der Financial Community – institutionelle und private Anleger, Wirtschaftsjournalisten, Finanzanalysten – und ihre Bedürfnisse. IR Firm kennt das Instrumentarium, um diese Personen und die von ihnen vertretenen Institutionen zu erreichen. Das Wissen basiert auf einer Fülle praktischer Erfahrungen: Begleitung kotierter Gesellschaften in guten und schwierigen Börsenzeiten, Kapitalmarkttransaktionen wie Börsengänge, Fusionen, Spin-offs oder Kapitalerhöhungen sowie Betreuung von Finanzinstituten in spezifischen Kommunikationsfragen.

Das Beratungsteam von IR Firm baut dieses Know-how kontinuierlich aus und macht es für alle Unternehmen fruchtbar, die ihr Profil in der Financial Community verändern wollen und den aktiven Dialog zu dieser Zielgruppe suchen. Das Tätigkeitsspektrum reicht von der Strategieberatung über die Konzeption und Realisation einzelner Massnahmen bis hin zur regelmässigen Erfolgskontrolle.

Weitere Informationen zu IR Firm finden Sie auf unserer Website www.irfirm.biz; gerne vereinbaren wir mit Ihnen einen persönlichen Gesprächstermin.

Bitte senden Sie mir mit Rechnung
___ Ex. «Erfolgsfaktor Investor Relations?»
CHF 69.– zuzüglich Versandkosten
ISBN 3-85823-962-3

Name/Vorname

Strasse/Nr.

PLZ/Ort

Datum/Unterschrift

Talon einsenden an:
Neue Zürcher Zeitung, Buchverlag, Postfach, CH-8021 Zürich
Oder senden Sie ein Fax auf 01 258 13 99

buch.verlag@nzz.ch, www.nzz-buchverlag.ch

Erstes IR-Buch mit Schweizer Bezug

Erfahrene Investor-Relations-Spezialisten analysieren den Finanzplatz Schweiz aus Makro- und Mikrosicht. Sie zeigen, allgemein verständlich und leicht lesbar, aktuelle Entwicklungen auf, porträtieren Akteure und Unternehmen, stellen Daten und Fakten zum Markt dar und belegen sie mit zahlreichen Beispielen aus der Praxis.



Herausgeber:
Martin Meier-Pfister und
Andreas S. Thommen

ABONNEMENT-BESTELLUNG

- Abonnement-Bestellung
- 1. Ausgabe: Das A und O des IPO (nur PDF)
- 2. Ausgabe: Das Öffentlichkeitsbewusstsein der Small und Mid Caps (nur PDF)
- 3. Ausgabe: Geschäftsberichte – Präsentation par excellence?
- 4. Ausgabe: Retail-Investoren mit Realtime-Informationen
- 5. Ausgabe: Die Geheimnisse der globalen IR
- 6. Ausgabe: Werttreiber der Investor Relations

Name/Vorname

Firma

Adresse

Telefon

E-Mail

Anzahl Exemplare

Talon einsenden an: IR Firm, Rämistrasse 4, Postfach, 8024 Zürich.
Oder senden Sie ein Fax auf 043 244 81 45

E-Mail-Adresse: info@irfirm.biz

Unter www.irfirm.biz finden Sie die Zeitung «Investor Relations» als Download.

Impressum

Auflage:
2000 Exemplare
Erscheint zweimal jährlich

Herausgeber:
The Investor Relations Firm AG
Rämistrasse 4
Postfach
8024 Zürich

Telefon: +41 43 244 81 44
Telefax: +41 43 244 81 45
info@irfirm.biz
www.irfirm.biz

Redaktionsleitung:
Marco Demont (dem)

Mitarbeit bei dieser Ausgabe:
Daniel Briel (dbl), Martin Meier-Pfister (mmp), Anja Stubenrauch (ash)

Illustrationen: David Atkinson und Lize Miffli-Schmid (Illux)
Layout: atelierfrei.ch
Druck: Rohner Druck AG