

Vertrauen stärken durch Aktienhaltevorschriften

Hintergründe, Marktdynamiken und aktuelle Entwicklungen in der Schweiz



Davide Paliaga, Dr. Cornel Germann, Dr. Hanna Hummel, Prof. Dr. Michèle Sutter-Rüdiger

Aktienhaltevorschriften (in Englisch: Stock Ownership Requirements – SOR) fördern die Angleichung der Interessen der Corporate Governance-Akteure:

Aktionäre, Verwaltungsräte¹ und Geschäftsleitungsmitglieder. Im Wesentlichen verlangen SOR von Verwaltungsräten und Geschäftsleitungsmitgliedern, dass sie Aktien des Unternehmens besitzen und halten, um das vertikale Problem der Corporate Governance² zu entschärfen: die Agency-Problematik, begründet durch die divergierenden Interessen von Aktionären und Managern.³ SOR tragen dazu bei, die Agency Kosten zu senken, zumal sie die Instrumente der aktienbasierten Vergütung ergänzen. Während Aktienhaltevorschriften in den USA und Großbritannien seit längerer Zeit populär sind, ist die Einführung in der Schweiz vor allem von der Unternehmensgröße abhängig, wobei hauptsächlich große börsennotierte Unternehmen SOR verwenden. In diesem Artikel werden fünf Trends in Bezug auf SOR bei Unternehmen, die an der Schweizer Börse notiert sind, untersucht und die potenziellen Beweggründe erläutert, welche die Unternehmen zur Einführung solcher Maßnahmen veranlassen. Schließlich wird die Rolle von SOR in der Dynamik der Corporate Governance-Landschaft eingeordnet.

I. Herkunft

In den letzten 50 Jahren wurde die Corporate Governance vor allem durch den theoretischen Blickwinkel der Agency-Theorie⁴ untersucht. In dem Rahmen wurde darauf abge-

stellt, die Interessen von Aktionären und Managern vornehmlich durch vertragliche Vereinbarungen in Einklang zu bringen. Ein bedeutendes Instrument dieser vertraglichen Lösungen ist die aktienbasierte Vergütung: Sie reicht von der Gewährung von gesperrten Aktien und Aktienoptionen bis hin zu leistungsabhängigen Anwartschaften und verwandten Maßnahmen. Der positive Effekt auf die Interessensangleichung verschwindet jedoch, sobald die als Teil der Vergütung gewährten Aktien verkauft werden, d.h. wenn Verwaltungsräte oder Geschäftsleitungsmitglieder ihren Aktienbesitz verringern. Tatsächlich zeigten frühere Untersuchungen des US-Marktes,⁵ dass

INHALT

- I. Herkunft
- II. Marktpraxis in der Schweiz
- III. Treiber
- IV. Fazit und Ausblick

Keywords

Agency-Theorie; Aktienbasierte Vergütung; Aktienhaltevorschriften; Stock Ownership Requirements

1 Im Schweizer Kontext, der Verwaltungsrat nimmt die Oberleitung und Oberaufsicht im Konzern wahr und legt das nachhaltige Unternehmensinteresse fest.

2 Roe, M. J. 2005. The institutions of corporate governance, Handbook of new institutional economics: 371–399: Springer.

3 Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of financial economics, 3(4): 305–360. Holmström, B. 1979. Moral hazard and observability. The Bell journal of economics: 74–91. In diesem Artikel wird der Begriff „Manager“ als Synonym für die Geschäftsleitung und den in der Schweiz strategisch verantwortlichen Verwaltungsrat verwendet. Im dualistischen Corporate Governance-System würde die Nennung dem Vorstand entsprechen, zumal dem Aufsichtsrat – zumindest in der Theorie – primär keine strategische Geschäftsverantwortung zukommt.

4 Ibid.

5 Ofek, E., & Yermack, D. 2002. Taking Stock: Equity Based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership. The Journal of Finance, 55(3): 1367–1384

Geschäftsleitungsmitglieder dazu neigen, beträchtliche Mengen der Aktien zu veräußern, die sie als Teil ihres Vergütungspakets erhalten. Auch in der Schweiz handeln Verwaltungsräte und Geschäftsleitungsmitglieder ihre Unternehmensaktien – die entsprechenden Transaktionen sind im von der Börse zur Verfügung gestellten

Management-Transaktions-Tool ersichtlich.⁶

Aktienhaltevorschriften dienen als ergänzendes Instrument der Corporate Governance, in dem sie den Handel mit aktienbasierten Vergütungen einschränken, was die Liquidität dieser Instrumente erheblich verringert. Somit können Verwaltungsräte sowie Geschäftsleitungsmitglieder die Aktien, die sie im Rahmen ihrer Vergütung erhalten, nicht oder nur noch teilweise veräußern.

Sowohl in den USA als auch in Großbritannien haben Unternehmen seit Mitte der 1990er Jahre Pionierarbeit bei der Einführung von SOR geleistet. Brisley, Cai und Nguyen stellten fest, dass 549 S&P500-Unternehmen zwischen 1993 und 2018 SOR für den CEO eingeführt haben.⁷ Korczak und Liu zeigen auf, dass der Prozentsatz der Unternehmen, die SOR verwenden, zwischen 2000 und 2009 bei den FTSE-350-Unternehmen im Vereinigten Königreich von 4 % auf 55 % gestiegen ist.⁸ Zwei maßgebliche Berichte über vorbildliche Corporate Governance-Praktiken legten den Grundstein für die rasche Einführung: der Greenbury-Bericht über die Vergütung von Verwaltungsratsmitgliedern von 1995⁹ und die NACD Blue Ribbon Commission on Director Professionalism von 1996.¹⁰

6 Management-Transaktionen von an der SIX notierten Unternehmen müssen aus Gründen des Insiderhandelsrisikos gemeldet und offengelegt werden. Diese sind verfügbar unter <https://www.ser-ag.com/en/resources/notifications-market-participants/management-transactions.html#/>

7 Brisley, N., Cai, J., & Nguyen, T. 2021. Required CEO stock ownership: Consequences for risk-taking and compensation. *Journal of Corporate Finance*, 66.

8 Korczak, P., & Liu, X. 2014. Managerial shareholding policies and retention of vested equity incentives. *Journal of Empirical Finance*, 27: 116–129

9 Greenbury Report (1995), abgerufen von <https://www.ecgi.global/publications/codes/greenbury-report-study-group-on-directors-remuneration>. Art. 6.28 des Greenbury-Berichts besagt, dass „directors generally have not been induced to build up substantial shareholdings in their companies“ und empfiehlt einen bedeutenden Aktienbesitz, um ihre Interessen mit denen der Aktionäre in Einklang zu bringen (Art. 6.41).

10 Blue Ribbon Commission Reports erhältlich für NACD Mitglieder unter <https://www.nacdonline.org/all-governance/governance-resources/governance-research/blue-ribbon-commission-reports/>

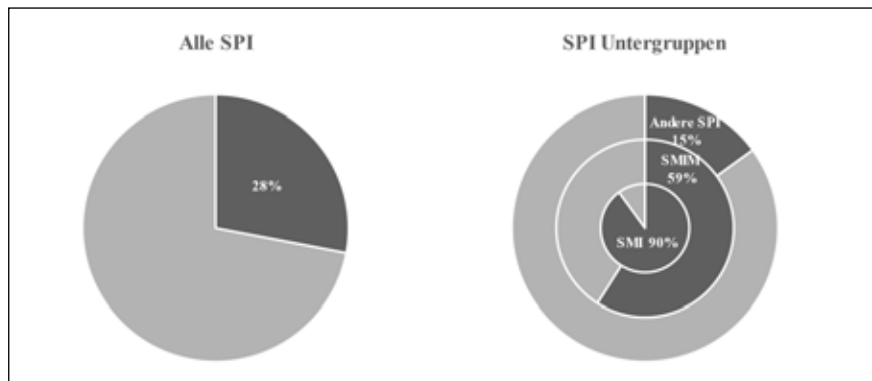


Abb. 1: Prozentualer Anteil der Unternehmen, die für das Geschäftsjahr 2023 die Einführung von Aktienbesitzvorschriften bekannt geben.

Regulatorische Entwicklungen in den Vereinigten Staaten trieben die Verwendung von SOR weiter voran, insbesondere seit die Sicherheits- und Börsenaufsichtsbehörde (Security and Exchange Commission) im Jahr 2006 die Regelung betreffend der Offenlegung von Vergütungen für die Geschäftsleitung und damit verbundene Personen in Kraft setzte.

Was die Schweiz betrifft, so gibt es bis heute weder formelle noch materielle Vorgaben, die ein Unternehmen zur Einführung von SOR verpflichtet. Tatsächlich finden sich im Schweizerischen Obligationenrecht, im Rundschreiben der Schweizerischen Finanzmarktaufsicht FINMA über Vergütungssysteme, in der Richtlinie der SIX Swiss Exchange (SIX) über Informationen zur Corporate Governance und im Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance (Swiss Code) keine spezifischen Hinweise auf Anforderungen an den Aktienbesitz. Nichtsdestotrotz nimmt die Zahl der in der Schweiz börsennotierten Unternehmen, die über SOR verfügen, zu.

II. Marktpraxis in der Schweiz

Betrachtet man die in der Schweiz notierten Unternehmen genauer, so wird sowohl von den Verwaltungsräten als auch von den Geschäftsleitungsmitgliedern immer häufiger verlangt, dass sie sich an Aktienhaltevorgaben halten. Anhand der von

HCM International¹¹ gesammelten Daten aus den Vergütungsberichten der im Swiss Performance Index (SPI)¹² vertretenen Unternehmen für die Berichtsjahre 2019 bis 2023 können die Einzelheiten der Marktpraxis von SOR beleuchtet werden. Nachfolgend wird der aktuelle Stand dargestellt und anschliessend auf fünf Entwicklungen eingegangen.

Insgesamt nimmt die Verwendung von SOR bei börsennotierten Schweizer Unternehmen im Jahr 2023 mit der Unternehmensgröße zu. Abbildung 1 zeigt die relative Verbreitung in den drei Subindexgruppen (SMI für die größten Unternehmen, SMIM für die mittleren Unternehmen und andere SPI für die kleineren Unternehmen). Während insgesamt 28 % der Unternehmen Aktienhaltevorschriften für das Geschäftsjahr 2023 offengelegen, sind es bei den SMI Firmen 90 %, bei den SMIM-Unternehmen 59 % und bei den anderen SPI-Firmen nurmehr 15 %.

Die weitere Betrachtung der Marktpraxis weist auf folgende Trends hin:

11 HCM International ist ein Beratungsunternehmen, das sich auf Governance- und Vergütungsfragen spezialisiert hat.

12 Für analytische Zwecke werden die Informationen in drei Untergruppen des SPI segmentiert: der Swiss Market Index (SMI), der die 20 größten Unternehmen nach Marktkapitalisierung repräsentiert, der Swiss Market Index Mid (SMIM), der die 30 größten Unternehmen nach Marktkapitalisierung nach den SMI-Firmen repräsentiert, und die übrigen SPI-Firmen, die alle SPI-Konstituenten umfassen, die nicht Teil des SMI und SMIM sind.

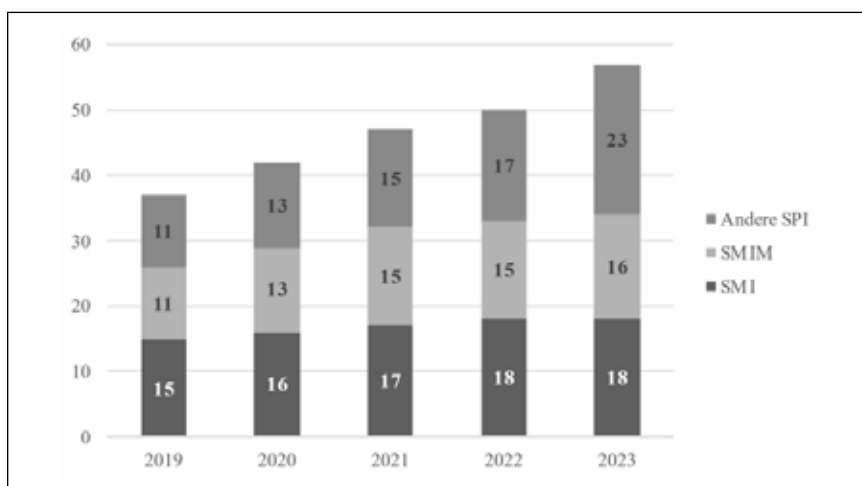


Abb. 2: Anzahl der Unternehmen, deren CEOs zwischen 2019 und 2023 Aktienhaltevorschriften unterliegen.

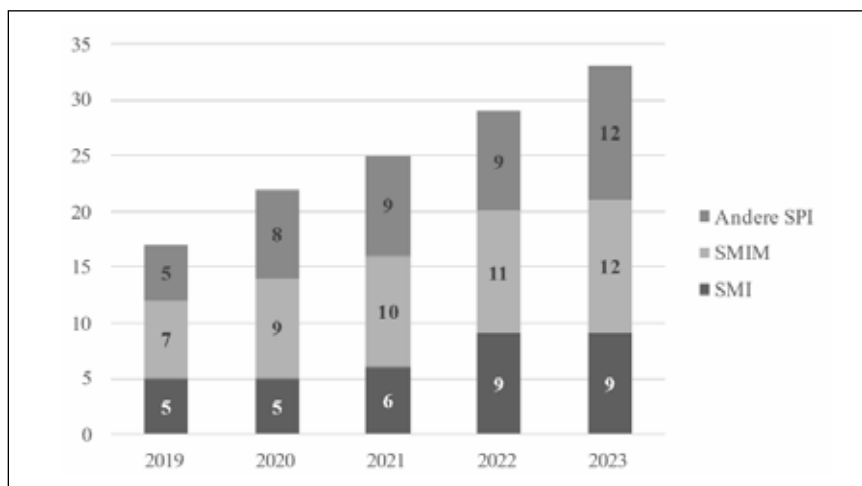


Abb. 3: Anzahl der Unternehmen, deren Mitglieder des Verwaltungsrats zwischen 2019 und 2023 der Aktienbesitzpflicht unterliegen.

Erstens stieg die Gesamtzahl der SOR-Richtlinien für SMI- und SMIM-Geschäftsleitungen im genannten Zeitraum nur geringfügig an, während sie bei anderen SPI-Firmen deutlich stärker wuchs. Wie Abbildung 2 zeigt, waren im Jahr 2023 18 Chief Executive Officers (CEOs) von SMI-Unternehmen zur Einhaltung von SOR verpflichtet, verglichen zu 15 im Jahr 2019. Eine vergleichbare Entwicklung ist bei den SMIM-Unternehmen zu beobachten. Dagegen stieg die Zahl der CEOs anderer SPI-Unternehmen, die Aktien des Unternehmens besitzen und in Besitz halten müssen, wesentlich deutlicher von 11 im Jahr 2019 auf 23 im Jahr 2023.

Zweitens sind die CEOs nicht die einzigen, die zur Einhaltung der SOR

verpflichtet werden. Wenn Unternehmen Aktienhaltevorschriften einführen, gelten diese in der Regel für die gesamte Geschäftsleitung. Zusätzlich zu der Geschäftsleitung werden SOR auch für den Verwaltungsrat eingeführt. Wie aus Abbildung 3 hervorgeht, ist die Zahl der Unternehmen, die SOR für ihren Verwaltungsrat verwenden, im gesamten SPI von 17 im Jahr 2019 auf 33 im Jahr 2023 gestiegen, womit sich die Anzahl der Unternehmen, die dieser Praxis folgen, nahezu verdoppelt hat. Diese Zunahme ist in sämtlichen Subindizes des SPI zu verzeichnen. Es fällt auf, dass unter den SMI- und SMIM-Firmen lediglich eine Firma SOR für Verwaltungsratsmitglieder, nicht aber für Geschäftsleitungsmitglieder

hat. In der Regel bestehen SOR für den Verwaltungsrat nur, wenn auch entsprechende Vorschriften für die Geschäftsleitung gelten. Darüber hinaus werden SOR auf Ebene des Verwaltungsrats meist für das gesamte Gremium angewendet, mit einer sehr geringen Anzahl von Ausnahmen, in denen nur der Verwaltungsratspräsident nicht einbezogen ist.

Drittens zeigt sich, dass mit der zunehmenden Anzahl von Unternehmen, die SOR verwenden, auch unterschiedliche Ansätze zur Festlegung des vorgeschriebenen Aktienbesitzes umgesetzt werden. Die meistgenutzten Ansätze sind dabei der Ausdruck der Aktienhaltevorschrift als Vielfaches des Grundgehaltes sowie andererseits die Vorgabe einer bestimmten Mindestanzahl an zu haltenden Aktien. Ersteres ist der populäre Ansatz, wie Abbildung 4 zeigt: Rund vier von fünf Unternehmen verlangen, dass die Mitglieder der Geschäftsleitung ein Vielfaches des jeweiligen Grundgehaltes halten, wobei der Median für SMI-Firmen das Fünffache des Grundgehaltes beträgt, während er für den gesamten SPI bei dem Dreifachen liegt.

Beide Ansätze haben Vor- und Nachteile. Einerseits ist der Ausdruck als Anzahl Aktien einfach und klar verständlich sowie unabhängig in Bezug auf Gehaltsänderungen und Akti-

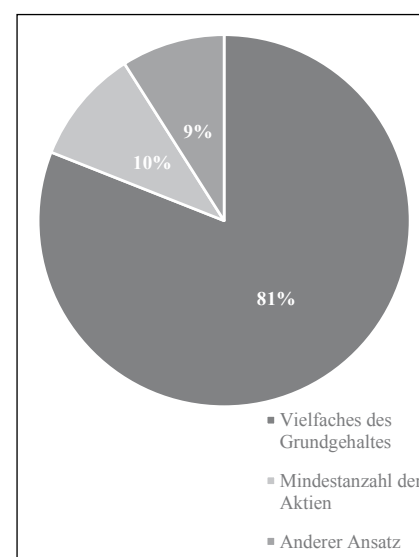


Abb. 4: Ansatz zur Ermittlung der Höhe des Aktienbesitzes

enpreisvolatilität. Andererseits kann sich die Exponierung in Bezug auf Wertschwankungen stark verändern. Der Ansatz als Vielfaches des Grundgehaltes ist skalierbar und stellt eine gewisse Proportionalität sicher, die durch die marktgetriebenen Lohnniveaus gegeben ist. Zudem ist das Alignment direkter, denn der Wert des zu haltenden Aktienpaketes ist direkt an den Aktienpreis gebunden. Ein vierter Trend liegt in der Zeitspanne, die Geschäftsleitungen zum Aufbau der Zielbeteiligungen eingeräumt wird. Eine solche Frist ist sehr üblich und gibt den SOR-Teilnehmern ein zeitlich begrenztes Fenster für die Erreichung des erforderlichen Aktienbesitzes vor. In der Regel variiert der Zeitrahmen zwischen drei und fünf Jahren, wobei die meisten Unternehmen den Fünfjahreszeitraum vorziehen.

Schließlich greifen Unternehmen zu Sanktionen, wenn SOR nicht eingehalten werden, was einen fünften Trend darstellt. Etwa ein Drittel der SPI-Unternehmen legt die Folgen der Nichteinhaltung von SOR offen, welche vielseitig sein können. Sie reichen von der Beschränkung des Verkaufs der Aktien, die als Teil der Vergütung gewährt wurden, bis hin zu Einschränkungen bei der Bonusauszahlung.

III. Treiber

Nachdem festgestellt wurde, dass in der Schweiz immer mehr Unternehmen SOR verwenden, werden nun die möglichen Beweggründe für diese Entwicklungen aufgezeigt. Hierbei spielen das internationale Umfeld und globale Trends eine Rolle, wenngleich die Marktpraxis in der Schweiz auch von lokalen Aspekten abhängt.

Wie bereits dargelegt wurde, halten sich Schweizer Institutionen im Vergleich zu anderen nationalen Regulatoren (insbesondere in den USA) zurück, wenn es um die Vorgabe von SOR geht. Neben den staatlichen Institutionen bzw. Regulatoren sind weitere Organisationen im Zusam-

menhang mit Erwartungen an die Corporate Governance von Relevanz. Diese können in drei Kategorien eingeteilt werden: Stimmrechtsberater, institutionelle Anleger und ESG-Rating-Agenturen.

Die Proxy Advisors Glass Lewis (GL) und Institutional Shareholder Services (ISS) veröffentlichen jährlich Leitlinien für die verschiedenen geografischen Regionen, nicht zuletzt um den unterschiedlichen regulatorischen Anforderungen sowie dem Marktumfeld Rechnung zu tragen. Beide empfehlen SOR als Instrument zur Interessensangleichung in ausgewählten Regionen: GL befürwortet beispielsweise für Unternehmen in Kontinentaleuropa „the adoption and maintenance of minimum executive share ownership requirements“.¹³ ISS geht in den Leitlinien für das Vereinigte Königreich und Irland weiter und äußert die Erwartung, dass „the shareholding requirement for executive directors is a minimum of 200 percent of base salary“.¹⁴ Obwohl GL und ISS für die Schweiz keine expliziten Empfehlungen zu SOR geben, wird es von den Stimmrechtsberatern durchaus wohlwollend zur Kenntnis genommen, wenn ein Schweizer Unternehmen SOR einführt oder die Vorgaben strikter ausrichtet. Ein Beweggrund für die Einführung von Aktienhaltevorschriften in der Schweiz ist somit, ein positives Signal zu setzen und von den Stimmrechtsberatern entsprechend unterstützende Empfehlungen zu den vergütungsrelevanten Abstimmungen an der Generalversammlung zu erhalten. Verstärkt wird dieser Aspekt durch die Tatsache, dass die Schweizer Vorgaben zur Aktionärsmitwirkung bezüglich Vergütung im internationalen Vergleich wesentlich weiter gehen. Börsennotierte Un-

ternehmen müssen zwingend und bindend über die Höhe der Vergütung der Geschäftsleitung und des Verwaltungsrates sowie (in der Regel) konsultativ über den Vergütungsbericht abstimmen.

Auch institutionelle Anleger veröffentlichten Richtlinien zur Stimmabgabe. So sprechen beispielsweise die drei großen Investoren BlackRock, Vanguard und State Street, die alle in den USA ansässig sind und bedeutende Beteiligungen an Unternehmen halten, die an der SIX-Börse notiert sind, ausdrücklich Empfehlungen für die Einführung von SOR aus. BlackRock¹⁵ ermutigt die Verwaltungsräte aller Unternehmen, für die Geschäftsleitung eine Aktienbeteiligung vorzuschreiben, und zwar mit spezifischen Angaben zur Höhe (mindestens in Höhe der maximalen jährlichen variablen Vergütung), zur Aufbauphase und zur Weiterführung nach der Beschäftigung. Ähnlich betrachtet Vanguard¹⁶ das Fehlen einer Aktienbeteiligungspflicht für Geschäftsleitungsmitglieder oder eine solche, die nicht mit anderen Unternehmen und der Marktpraxis übereinstimmt, als Warnzeichen für die Vergütungspolitik der Unternehmen.

ESG-Ratingagenturen geben Bewertungen ab, die in der Regel in die Dimensionen Umwelt, Soziales und Governance unterteilt sind. Die Bewertung der Governance umfasst bei den meisten Agenturen eine große Anzahl von Datenpunkten zur Corporate Governance, um den multidimensionalen Charakter des Themas zu erfassen. Einige Bewertungen enthalten auch die binäre Beurteilung, ob das Unternehmen SOR eingeführt hat. Ein Beispiel hierfür ist MSCI ESG, das

13 GL (2024), Glass Lewis 2025 Benchmark Policy Guidelines for Continental Europe (p.46), abgerufen von <https://resources.glasslewis.com/hubfs/2025%20Guidelines/2025%20Europe%20Benchmark%20Policy%20Guidelines.pdf>

14 ISS (2024), ISS Proxy Voting Guidelines for UK & Ireland (p.19), abgerufen von <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/UK-and-Ireland-Voting-Guidelines.pdf?v=1>

15 BlackRock Investment Stewardship (2024), Proxy voting guidelines for European, Middle Eastern, and African securities (p. 20), abgerufen von <https://www.blackrock.com/asset-management/proxy-voting-guidelines>

16 Vanguard (2024), Proxy voting policy for European and U.K. portfolio companies (p.18), abgerufen von https://corporate.vanguard.com/content/dam/corp/advocate/investment-stewardship/pdf/policies-and-reports/europe_uk_proxy_voting_policy_2024.pdf

in seiner Methodik zum Thema „Pay Key Issue“¹⁷ die „CEO Equity Policy Key Metric“ als eine der Metriken zur Bestimmung des „Governance Score“ angibt. Bei dieser Bewertung wird berücksichtigt, ob der CEO entweder Aktien im Wert von mindestens dem Fünffachen des Grundgehalts oder von 5 Mio. USD oder Aktien im Wert von 1 % der ausstehenden Unternehmensaktien besitzt.

Zusammengefasst lässt sich schließen, dass die zunehmende Einführung von SOR nicht durch die Schweizer Rechtsentwicklung erklärbar ist, sondern dass tatsächlich die Erwartungen der globalen Aktionäre die treibende Kraft hinter dieser Entwicklung sind. Die meisten in der Schweiz börsennotierten Unternehmen sind nicht nur

aufgrund ihrer Exportorientierung international ausgerichtet, sondern weisen auch eine geografisch breit gefächerte Aktionärsstruktur auf, in der internationale und insbesondere US-amerikanische institutionelle Anleger bedeutende Anteile besitzen. Diese Akteure sind es, die direkt oder indirekt über Proxy Advisors und ESG-Ratingagenturen die Erwartungen an Aktienhaltevorschriften vorantreiben.

IV. Fazit und Ausblick

Mit der Feststellung, dass in der Schweiz börsennotierte Großunternehmen in der Regel über SOR verfügen, während kleinere Unternehmen solche nach und nach einführen, scheint eine Annäherung an die angelsächsischen Märkte im Gange zu sein. Ob die 72 % der SPI-Firmen, die im Jahr 2023 noch

keine SOR hatten, diese tatsächlich einführen werden, hängt jedoch stark vom Einfluss ab, den die Aktionäre auf sie ausüben werden. In Anbetracht der Tatsache, dass Art. 734d des Schweizerischen Obligationenrechts die Unternehmen zur Offenlegung der Beteiligungsrechte an der Gesellschaft verpflichtet, könnte die jährliche Transparenz die Bedenken der Anleger bezüglich einer Verringerung der Beteiligung der Geschäftsleitung genügend mindern. Abschließend kann davon ausgegangen werden, dass Aktienhaltevorschriften die Unsicherheit betreffend der Informationsasymmetrie verringern und das Vertrauensverhältnis zwischen Aktionären und Managern in Zukunft potenziell stärken können, vorausgesetzt, sie sind Teil eines umfassenden Corporate Governance-Rahmens.

17 MSCI ESG Research (2024), MSCI ESG Ratings Methodology: Pay Key Issues, abgerufen von <https://www.msci.com/documents/1296102/34424357/MSCI+ESG+Ratings+Methodology+-+Pay+Key+Issue.pdf/5bbf5a6c-cdd4-c7ba-87a0-2f8dc2bf4b96?t=1666182599928>.

Veranstalter:

**Arbeitskreis
deutscher Aufsichtsrat e.V.**





Save the date!

Lunchtalk
Digitalisierung im Aufsichtsrat: Mehrwert durch Innovation
3. April 2025 | Frankfurt am Main

INFORMATION UND ANMELDUNG
www.adar.info

Die Veranstaltung ist für AdAR-Mitglieder und Gäste von Diligent kostenfrei. Prof. Harald Eichsteller, Vorsitzender des AdAR Fachausschusses Digitale Transformation/Künstliche Intelligenz und Peter Herr von Diligent zeigen Mehrwerte durch Innovation für die Arbeit im Aufsichtsrat auf und diskutieren mit den Teilnehmern aktuelle Trends.