

**Zeitschrift:** Schweizer Monatshefte : Zeitschrift für Politik, Wirtschaft, Kultur  
**Herausgeber:** Gesellschaft Schweizer Monatshefte  
**Band:** 82 (2002)  
**Heft:** 7-8

**Rubrik:** Positionen

### **Nutzungsbedingungen**

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. [Siehe Rechtliche Hinweise.](#)

### **Conditions d'utilisation**

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. [Voir Informations légales.](#)

### **Terms of use**

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. [See Legal notice.](#)

**Download PDF:** 15.02.2025

**ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>**

Ulrich Pfister

## VERFÜHRERISCHES GOLD

Was sollen wir tun mit der Erbschaft, die uns unverhofft zuteil wird? Die Schweizerische Nationalbank verfügt über Währungsreserven in Form von 1300 Tonnen Gold, die sie für die Führung der Geld- und Währungspolitik nicht mehr benötigt. Da das überschüssige Gold verkauft werden soll, werfen diese Reserven jährlich Erträge von etwa 750 Millionen Franken ab. Bundesrat und Parlament sind der Ansicht, dass diese Überschussreserven, beziehungsweise ihre Erträge, für andere Zwecke verwendet werden können. Es handelt sich also um ein während Generationen gewachsenes Vermögen, über das wir heute verfügen können. Kein Wunder, dass ein derartiges «Geschenk» die politische Phantasie beflügelt. Mit der überraschenden Idee, ein Drittel dieses Vermögens einer Solidaritätsstiftung zuzuwenden, mit deren Erträgen die Ursachen von Armut, Not und Gewalt im In- und Ausland bekämpft werden sollten, hatte der Bundesrat 1997 eine Diskussion lanciert, die sich rasch zu einem heftigen Streit vor dem Hintergrund der damaligen Geschichtsdebatten entwickelte. Indem die Schweizerische Volkspartei (SVP) mittels einer Volksinitiative die gesamten überschüssigen Goldreserven dem Fonds Alters- und Hinterlassenenversicherung (AHV) zuweisen und damit der Stiftungsidee den Boden entziehen wollte, zwang sie das Parlament, die vielfältigen anderen Begehrlichkeiten zu bündeln und einer mehrheitsfähigen Lösung zuzuführen. Die beiden Vorschläge kommen nun als Alternativen im September zur Abstimmung.

Wollte man mit letzter Konsequenz das Wachstum der Staatsausgaben eindämmen, dürfte man die Reserven weder in den Konsum von Leistungen noch zur blossen Überbrückung von sich abzeichnenden Finanzierungslücken, sondern allein für den Schuldenabbau oder allenfalls für zukunftsträgliche Investitionen verwenden. Beides wäre nachhaltig, indem es Handlungsspielräume für kommende Generationen erweiterte. Beides bringt dem Wahl- und Stimmvolk aber heute nichts ein und verheisst deshalb ihren Repräsentanten keine Lorbeeren. Politik ist auch ein Markt, und das anschaulichste Beispiel für deren Mechanismen liefert die SVP, die am lautesten gegen den ausufernden Sozialstaat wettet und gleichzeitig

eine an sich sozialistische Initiative lanciert. Getarnt durch das Versprechen, die Erhöhung der Mehrwertsteuer wegen der AHV könne für einige Jahre aufgeschoben werden, hilft sie, die notwendige Diskussion über die strukturellen Probleme der Vorsorge zu vertagen.

Der Gegenentwurf der Bundesversammlung trägt alle Zeichen eines ausgewogenen und breit abgestützten eidgenössischen Kompromisses. Seine herausragende Qualität ist die Erhaltung der Substanz des Sondervermögens. Lediglich die Erträge dürfen genutzt werden, und auch deren Zweckbestimmung wird auf 30 Jahre befristet. Die Erbschaft wird an kommende Generationen weitergegeben. Selbstverständlich kann der jetzt vorgesehene Einsatz der Mittel kritisch hinterfragt werden. Dass ein Drittel ebenfalls der AHV zugute kommt, ist abstimmungs- politisch begründet. Die Kantone, die ein verfassungsmässiges Anrecht auf zwei Drittel der Gewinne der Nationalbank haben, erhalten wenigstens ein Drittel der Sondererträge fest zugesichert. Inwieweit diese für Schuldentilgung, Investitionen oder Konsumausgaben verwendet werden, wird der politischen Weisheit ihrer Souveräne anheim gestellt.

Bleibt die Stiftung Solidarität Schweiz, die zum Zweck hat, dort Hilfe zu leisten, wo gesetzliche Bestimmungen und staatliche Vorkehren nicht hinreichen. Dass solche Bedürfnisse bestehen, ist nicht ernsthaft zu bestreiten, und dass die Schweiz an eine humanitäre Tradition anknüpfen kann, die von privater Initiative mitgetragen wurde, dürfte auch für zukunftsgerichtete Modelle nutzbar gemacht werden können. Vieles hängt natürlich von der konkreten Ausgestaltung der Institution und von der Besetzung der Stiftungsorgane ab, die Unabhängigkeit, Kompetenz, Erfahrung und Sensibilität gleichermassen gewährleisten muss. Die Stiftung ist jedenfalls ungeachtet der mit Schwierigkeiten und Missverständnissen behafteten Entstehungsgeschichte eine Idee, die über den politischen Alltag hinausweist. Lehnt man den pragmatischen Gegenentwurf ebenso wie die einseitige Goldinitiative ab, vermeidet man zwar gewisse Risiken, verpasst aber auch die Chancen und verliert Zeit und Motivation. Und ob wir beim nächsten Anlauf dann klüger wären, darf bezweifelt werden. ♦

## ZU WENIG WETTBEWERB BEI SCHWEIZER AKTIEN

Das mächtigste Instrument, das der Aktionär bezüglich Durchsetzung seiner Vorstellungen zur Unternehmensführung in der Hand hält, ist die Möglichkeit zum Kauf oder zum Verkauf der Aktie. Damit beeinflusst er den Aktienkurs. Grosse Unzufriedenheit führt zu vielen Verkäufen und damit zu tieferen Kursen. Fällt der Kurs einer Aktie auf ein bestimmtes Niveau, dann kommt irgendwo der Punkt, an welchem eine Übernahme der Unternehmung durch einen Dritten interessant wird. Und dann wird das Management, welches die Unzufriedenheit der Aktionäre bewirkt hatte, ausgewechselt. Die Sorge, dass solches passieren könnte, entfaltet ihre Vorwirkung. Mit der stetig vorhandenen Angst im Nacken, übernommen werden zu können, wird man sich wohl eher zu Transparenz, Anstand, Nachhaltigkeit drängen lassen als ohne diese Bedrohung. Rein theoretisch müsste das doch genau so funktionieren, nicht wahr?

Tut es aber nicht. Die Aktionäre, die aufgrund einer sauberen Analyse des Leistungsausweises einer Firmenleitung ihre Aktien kaufen oder verkaufen, sind nämlich in der absoluten Minderheit. Ohne hier auch noch (und zum wiederholten Male) in das momentan gängige *Analysten-Bashing* einzustimmen: Es scheint uns recht selten, dass Anlageentscheide auf einer umfassenden, notwendigerweise verschiedenste Aspekte berücksichtigenden Analyse beruhen. Vielmehr sind es wenige, häufig auch noch recht irrelevante Einzelinformationen, die den Entscheid herbeiführen. Bei Verkaufsentscheiden ist es zumeist der Einstandskurs.

Wesentlicher scheint mir aber, dass im Grunde genommen gar nicht viel Aktienmaterial im wirklichen Sinne des Wortes je auf den Markt gelangen kann. Dies trifft namentlich für den engen schweizerischen Markt zu. Weshalb? Weil sich ein wesentlicher Teil

der Aktien in den Händen von institutionellen Anlegern befindet. Die Bank Wegelin & Co. hat für eine Anzahl von wichtigen Schweizer Titeln eine Untersuchung zum effektiven *Free Float* durchgeführt und kommt zu den vorstehenden Resultaten.

Über den Dispobestand, das heisst jene Aktien, deren Besitzer die Eintragung aus welchen Gründen auch immer, nicht wünschen, kann man bezüglich Aufteilung in institutionelle und private Aktionäre nur mutmassen. Aber selbst wenn man vorsichtigerweise von nur etwa der Hälfte ausgeht, dann bestätigt sich gesamthaft das Bild: Schweizer Aktien werden zu einem überwiegenden Teil von institutionellen Kunden gehalten.

### Wo ein wirkliches Corporate Governance-Problem besteht

Nichts gegen institutionelle Anleger! Sie sind hochwillkommene Bankkunden. Wo es sich um solche handelt, die frei im Markt bestehen müssen, also Versicherer, Unternehmungen mit ihren Finanzanlagen, grosse, in institutionelle Formen gegossene Privatvermögen, ist anzunehmen, dass diese ihre Anlagen permanent optimieren und gegebenenfalls auch bereit wären, ihre Aktionärsinteressen durch konsequente Umschichtungen oder durch Teilnahme an Übernahmen durchzusetzen. Im Grunde genommen verhielt sich die BZ-Gruppe unter *Martin Ebner* in den Neunzigerjahren genau so, wie man es von einem gewichtigen, seine ureigensten Interessen verfolgenden institutionellen Aktionär erwarten würde: Man bringt ab und zu sein Gewicht in gestaltender Art und Weise ein.

Problematischer sieht die Situation im Bereich der durch Zwangssparen angehäuften Mittel aus, also im Pensionskassenbereich. Pensionskassen unterliegen in der Schweiz keinerlei Wettbewerbsdruck. Der Arbeitnehmer hat keine andere Wahl als diejenige Pensionskasse, die ihm sein Arbeitgeber zur Verfügung stellt. Das System basiert auf der Fiktion der paritätischen Beitragszahlungen von Arbeitnehmern und Arbeitgebern, als ob Pensionskassenleistungen ökonomisch kein Lohnbestandteil wären. Die Interessen der Destinatäre werden durch einen paritätisch gebildeten Stiftungsrat sichergestellt, wobei dies nur sehr theoretisch der Fall ist, denn die Interessenlage ist für Pensionierte und für Beitragszahler ja eine sehr unterschiedliche, und insbesondere bestehen immense Interessenkonflikte zwischen älteren und jün-

Unternehmen	Dispo-Bestand	Eingetragene Aktien	
		Institutionelle	Private
CS Group	ca. 30%	70%	30%
Nestlé	ca. 30%	56%	44%
Swisscom	ca. 15%	95%	5%
Swiss Re	33,8%	75%	25%
UBS	40,3%	76,2%	23,8%
ZFS	n.a.	74%	26%

Quelle: Wegelin & Co. (Umfrage bei Investors' Relation Offices)

geren Destinatären. Ausserdem hapert es recht häufig an den Sachkenntnissen, welche zur Wahrnehmung eines Stiftungsratsmandats notwendig wären.

Schweizer Pensionskassen haben in den letzten 15 Jahren für ihre Versicherten eine traurige Rendite erwirtschaftet.

Land	Rendite p.a.
Grossbritannien	10,35%
Irland	12,54%
Niederlande	9,64%
Schweiz	4,90%
USA	10,49%

Quelle: Europäische Kommission/NZZ

Dabei gilt es zu berücksichtigen, dass in den verschiedenen Ländern natürlich unterschiedliche Anlagerestriktionen zum Zuge kommen und somit die Zusammensetzung der *Benchmarks* notwendigerweise unterschiedlich ist. Einen derart grossen Renditeunterschied vermögen diese verschiedenen Rahmenbedingungen aber nicht zu erklären.

Es ist offensichtlich, dass ein wesentlicher Grund in der fast völligen Passivität von Pensionskassen bezüglich Durchsetzung von Aktionärsrechten liegt.

*Indexing und Benchmarking sind letztlich aber tautologische Anlagekonzepte: Wenn jedermann das genau Gleiche tut, dann tut er es, weil jedermann das Gleiche tut.*

Weshalb sollte man auch aktiv sein? Der Destinatär kann seine Kasse ja ohnehin nicht wechseln! Man kann sich kaum eines Falls erinnern, bei dem Pensionskassen je auf die Hinterbeine gestanden wären und rechtzeitig einen erfolglosen Präsidenten bzw. CEO aus dem Amt abgewählt hätten. Wenn es jemanden gegeben hätte, der von der Stimmzahl her den notwendigen Druck hätte aufbauen können, dann wären es die Pensionskassen gewesen.

Aber es müsste ja nicht einmal ein aktives Eingreifen sein. Kaufen und verkaufen würde genügen. Genau da liegt der Hase im Pfeffer. Es findet im

Wesentlichen nicht statt. Pensionskassen orientieren ihre Anlagepolitik weitestgehend an *Indizes* und *Benchmarks*, d.h. an branchenüblichen Richtlinien und Rahmenwerten und müssen deshalb fast zwangsläufig bestimmte Titel halten. Gegen eine solche, sich an kapitalmässigen Schwergewichten orientierende Anlagestrategie ist gewiss nichts einzuwenden. *Indexing* und *Benchmarking* sind letztlich aber tautologische Anlagekonzepte: Wenn jedermann das genau Gleiche tut, dann tut er es, weil jedermann das Gleiche tut. *Indexing* und *Benchmarking* macht nur dann Sinn, wenn es im Markt von einer genügenden Menge von aktivem *Asset Management* begleitet ist, von Anlegern also, die besser als der *Benchmark* oder der Index sein wollen und dies durch aktives Kaufen und Verkaufen auch laufend manifestieren. Solcherlei fehlte bis vor

*Die grosse Mehrheit der schweizerischen Unternehmungen ist faktisch und strukturell immer noch vor Übernahmen geschützt.*

kurzem in der Schweiz weitgehend. Mit gravierenden Folgen. Der institutionelle Teil der schweizerischen Anlegerschaft war dermassen immobil, dass sich jegliche Unternehmensleitung, von ABB bis zu Swisscom, in völliger Sicherheit wiegen konnte. Durch das vermehrte Auftreten von *Hedgefonds*, also aktiv gemanagten Anlagevehikeln, die nicht nur kaufen und verkaufen können, sondern darüber hinaus auch *Short Selling* und *Leveraging* betreiben dürfen, hat sich die Situation meines Erachtens möglicherweise entschärft. Dennoch: Die grosse Mehrheit der schweizerischen Unternehmungen ist faktisch und strukturell immer noch vor Übernahmen geschützt, und schuld daran ist das durch den Gesetzgeber eingerichtete völlige Fehlen von Wettbewerb in einem wesentlichen Teil der institutionellen Anlegerschaft. So entpuppt sich ein *Corporate Governance*-Problem, das für die Schweiz ganz eindeutig nicht weggeleugnet werden kann, letztlich als Governance-Problem. ♦

KONRAD HUMMLER, geboren 1953, studierte an der Universität Zürich Jurisprudenz und in Rochester (N.Y.) Ökonomie. Er ist seit 1991 Teilhaber von Wegelin & Co. Privatbankiers, St. Gallen, Zürich, Bern und Lugano. Autor verschiedener politökonomischer Studien und der Wegelin-Anlagekommentare. Der hier abgedruckte Text ist ein Auszug aus dem Anlagekommentar Nr. 215 vom 6. Mai 2002.