

Wem gehören die schweizerischen börsenkotierten Gesellschaften?

Eine Studie zeigt, dass ein grosser Anteil der Beteiligungen an Schweizer Unternehmen in US-amerikanischen Händen ist. Führend ist dabei die Anlagegesellschaft Blackrock. Der Anteil chinesischer Investoren ist hingegen nur klein. *Yvonne Seiler Zimmermann, Heinz Zimmermann*

Abstract In letzter Zeit sorgten der Erwerb schweizerischer Unternehmungen oder die mehrheitliche Beteiligung durch ausländische Investoren für Unbehagen und lösten verschiedene parlamentarische Vorstösse aus. Welche Bedeutung haben – abgesehen von einzelnen medial stark beachteten Fällen – ausländische Beteiligungen überhaupt? Die Untersuchung des SMI-Expanded-Firmenuniversums (knapp 50 Firmen) lässt keine zuverlässigen Schlüsse zu. Dies hängt in erster Linie mit dem nicht identifizierbaren Streubesitz an den Gesellschaften zusammen, der keine Rückschlüsse auf die Aktionäre erlaubt. Beschränkt man sich auf die meldepflichtigen Informationen, liegt der Ausländeranteil zwischen einem Drittel und der Hälfte der gemeldeten Stimmrechte; unter Einbezug der Geschäftsberichte liegt der Wert bei etwa 50 Prozent. Für verlässlichere Informationen müsste die meldepflichtige Mindestschwelle reduziert oder eine grössere Transparenz zum Aktionariat in der Unternehmungsberichterstattung eingeführt werden.

Der Erwerb oder die mehrheitliche Beteiligung ausländischer Investoren an schweizerischen Gesellschaften lösen in der Öffentlichkeit und in der Politik zunehmend Unbehagen aus. Natürlich sind ausländische Beteiligungen an einheimischen, multinational tätigen Gesellschaften nichts Aussergewöhnliches und gehören zum Bild eines globalen Finanzmarktes. Kritik wird aber dann laut, wenn es sich wie im Falle chinesischer Investoren oder bei Staatsfonds um mit öffentlichen Geldern finanzierte und strategisch gelenkte Firmenübernahmen handelt. Oder wenn es schweizerische Traditionsfirmen und -marken wie Eterna, Swissport, Gategroup, Syngenta oder Actelion betrifft. Anzahl und Bedeutung der Übernahmen haben in den letzten Jahren markant zugenommen. Die Kritiker befürchten, dass Know-how aus der Schweiz abfließt oder der faire Wettbewerb beeinträchtigt wird.

In Anbetracht dieser Entwicklung wurden verschiedene parlamentarische Vorstösse unternommen, welche vom Bundesrat einen Bericht über den Umfang ausländischer Beteiligungen, die Notwendigkeit einer Regulierung und die gesetzgeberischen Möglichkeiten verlangen.¹ Weitere Vorstösse wollen

¹ Interpellationen Vogt 17.3387, 17.3388 und 17.3671; Postulat Bischof 18.3376; Postulat Stöckli 18.3233. Der Bericht «Grenzüberschreitende Investitionen und Investitionskontrollen» wurde am 13. Februar 2019 online publiziert auf Seco.admin.ch.

sogar konkrete gesetzliche Grundlagen einfordern.²

Doch welche Bedeutung haben ausländische Beteiligungen überhaupt – abgesehen von den konkreten und den medial stark beachteten Einzelfällen? Stimmt die von FDP-Ständerat Ruedi Noser in der Parla-

² Motion Rieder 18.3021.

mentsdebatte geäußerte Vermutung, dass Firmen wie Novartis, Credit Suisse, UBS oder Zurich-Versicherung «bereits zu über 70 Prozent im Besitz von ausländischen Aktionären» sind?³ Und wie verhält es sich bei weniger grossen Firmen?

Im Zusammenhang mit diesen Vorstössen hat uns das Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco) beauftragt, per Stichtag 15. September 2018 eine Untersuchung der Beteiligungsverhältnisse bei schweizerischen börsenkotierten Unternehmungen des Börsenindex SMI Expanded durchzuführen⁴;

³ Amtliches Bulletin 2018, p. 422, BO 2018 E 422.

⁴ Zimmermann, Heinz und Yvonne Seiler Zimmermann (2019). Besitzverhältnisse an börsenkotierten schweizerischen Unternehmungen. Eine Analyse des «SMI Expanded»-Aktienuniversums, Studie im Auftrag des Staatssekretariats für Wirtschaft SECO, 51 Seiten. Die vollständige Studie ist online erhältlich unter Seco.admin.ch.

Die Übernahme von Syngenta durch Chemchina hat 2017 für Kritik gesorgt. Syngenta-CEO Erik Fyrwald (rechts) und der Präsident von Chemchina Ren Jianxin (Mitte) an einer Pressekonferenz.



dabei handelt es sich um die 46 Gesellschaften⁵ mit der höchsten Marktkapitalisierung⁶, die an der Schweizer Börse Swiss Exchange (SIX) gehandelt werden.

Viele Aktionäre unbekannt

Eines gleich vorweg: Ein Anteil ausländischer Aktionäre von 70 Prozent, wie ihn Ständerat Ruedi Noser vermutet, kann für die Gesamtheit der hier untersuchten Firmen weder bestätigt noch widerlegt werden. Der Grund dafür ist der nicht identifizierbare Streubesitz an den Gesellschaften. Das heisst: Öffentlich zugängliche, im Rahmen der Meldepflichten gesetzlich geregelte Informationen existieren nur für Aktionäre, welche mindestens einen Anteil von 3 Prozent an einer Firma besitzen.⁷ Über die Identität der Aktionäre mit einer tieferen Beteiligung – die man als Streubesitz bezeichnet – gibt es keine verbindlichen Informationen. Bestenfalls veröffentlichen einzelne Gesellschaften gewisse Informationen dazu im Geschäftsbericht, oder man findet Schätzungen auf Research-Plattformen. Für den Vergleich innerhalb eines grösseren Firmenuniversums sind diese Informationen jedoch wenig geeignet, da sie – wenn überhaupt – in unterschiedlichem Detaillierungsgrad und nach uneinheitlichen Kriterien ausgewiesen werden. Für die Firmen des SMI Expanded können aufgrund der gesetzlichen Meldepflichten nur rund 21 Prozent sämtlicher Stimmrechte identifizierbaren Aktionären zugeordnet werden. Auf Firmenebene sind im Durchschnitt 34 Prozent der Stimmrechte bekannt; oder 31 Prozent, wenn man die Stimmrechte mit der Marktkapitalisierung der Firmen gewichtet (siehe *Tabelle 1*).

Für jene sechs Firmen, bei welchen im Jahresbericht die Stimmrechte in ausländischem Besitz ausgewiesen werden, können rund 70 Prozent aller Besitzverhältnisse den Aktionären zugeordnet werden. Für die vier von Ruedi Noser erwähnten Gesellschaften, die hierzu gehören, zeigt sich Folgendes (siehe *Tabelle 2*): Gemäss den SIX-Meldungen können 15 Prozent der Aktionäre identifiziert werden. Davon sind durchschnittlich (und ungewichtet) 81 Prozent der Beteiligungen in ausländischer Hand. Zieht man

⁵ Der SMI Expanded enthält zum Stichtag 47 Firmen; eine der Firmen (AMS) hat jedoch ihren Geschäftssitz in Österreich und wird von der Untersuchung ausgeschlossen.

⁶ Mit der Marktkapitalisierung bezeichnet man den Börsenwert sämtlicher Aktien einer Firma, welche am Kapitalmarkt gehandelt werden.

⁷ Die Bestimmungen betreffend Offenlegung von Beteiligungen findet man seit Anfang 2016 in Art. 120 ff FinfraG. Als Meldeschwellen gelten Beteiligungen, welche 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33 1/3%, 50% und 66 2/3% der Stimmrechte erreichen, über- oder unterschreiten.

Tabelle 1: Durchschnittlicher Anteil ausländischer Investoren im SMI Expanded

	Ø nach Marktkapitalisierung gewichtet		Ø ungewichtet	
	SIX-Meldungen	SIX-Meldungen + Geschäftsberichte	SIX-Meldungen	SIX-Meldungen + Geschäftsberichte
Ausländeranteil gemessen an bekannten Stimmrechten	29%	47%	52%	48%
Anteil bekannter Stimmrechte	31%*	52%	34%*	39%

* Der über sämtliche Gesellschaften aggregierte Anteil der bekannten Stimmrechte aufgrund der gesetzlichen Meldepflichten (SIX-Meldungen) beträgt 21,4 Prozent.

Tabelle 2: Ausländeranteil der Beteiligungen (Stimmrechte) von vier grossen Schweizer Gesellschaften

	SIX-Meldungen:		SIX-Meldungen + Geschäftsberichte (wo verfügbar):	
	Anteil bekannter Stimmrechte	davon ausländischer Anteil	Anteil bekannter Stimmrechte	davon ausländischer Anteil
Novartis	15%	51%	70%	57%
Credit Suisse	24%	100%	57%	68%
UBS	11%	73%	56%	10%
Zurich	8%	100%	100%	52%
Ø ungewichtet	15%	81%	71%	47%

Tabelle 3: Ausländische Investoren im SMI Expanded, nach Herkunft und Investorengruppe (Ausländeranteil gemessen an bekannten Stimmrechten, in Prozent)

	Ø nach Marktkapitalisierung gewichtet		Ø ungewichtet	
	SIX-Meldungen	SIX-Meldungen + Geschäftsbericht	SIX-Meldungen	SIX-Meldungen + Geschäftsbericht
<i>Nach Herkunft:</i>				
Schweiz	68,2	50,7	40,3	43,6
Europa (ohne CH)	3,2	12,7	7,9	10,3
USA	20,5	26,8	35,0	30,3
Übrige	2,2	4,3	5,0	4,0
Nicht kategorisierbare ausländische Investoren	3,3	3,0	3,8	3,8
Unbekannt, ob in- oder ausländische Investoren	2,6	2,5	8,0	8,0
Vereinigtes Königreich	0,5		2,3	
Deutschland	0,2		1,4	
Schweden	1,3		1,2	
Norwegen	0,8		1,7	
China	0,3		0,7	
Saudi-Arabien	1,0		1,6	
<i>Nach Investoren:</i>				
Institutionell*	57,8		69,4	
Öffentlich/Staatsfonds	4,6		5,5	
Privat	27,9		12,3	
Nicht kategorisierbar	9,7		12,8	

* Institutionell beinhaltet: Anlagegesellschaften, Banken, Eigenbesitz/Beteiligungen, Hedgefonds, Pensionskassen/-fonds, Stiftungen, Unternehmen, Versicherungen

die Informationen aus den Geschäftsberichten hinzu, so können insgesamt 71 Prozent der Aktionäre identifiziert werden, wobei die Ausländerquote bei den Stimmrechten auf 47 Prozent sinkt.

Das Beispiel der vier Gesellschaften zeigt, dass mit den SIX-Meldungen nur ein Teil der relevanten Informationen abgedeckt wird. Ein Grossteil der ebenfalls relevanten Daten ist demzufolge nicht öffentlich verfügbar. Verlässliche Aussagen über die Beteiligungsverhältnisse können so lediglich auf die namentlich bekannten Stimmrechte abstützen und müssen den nicht identifizierbaren Streubesitz ausblenden.

Die bekannten Beteiligungen können zunächst also nur aufgrund der SIX-Meldungen verlässlich erhoben werden. Diese liefern zwar eine konsistente und einheitliche, aber keineswegs vollständige Datengrundlage. Ein besseres Gesamtbild ergibt sich, wenn Informationen aus den Geschäftsberichten mit einbezogen werden. Diese sind jedoch nur für wenige (6 von 46) Firmen verfügbar, was zu einem inkonsistenten Bild führen würde.

Hoher Anteil US-Aktionäre

Gewichtet man die Gesellschaften mit der Marktkapitalisierung und bezieht die Stimmrechte nur auf die bekannten Stimmrechte, sind von den bei der SIX gemeldeten Stimmrechten durchschnittlich 29 Prozent in ausländischer Hand (siehe *Tabelle 1* auf Seite 53).⁸ Der ungewichtete Durchschnitt, bei dem die Börsenschwergewichte einen weniger grossen Einfluss haben, liegt demgegenüber bei 52 Prozent. Wie erwähnt: Es gilt jedoch zu beachten, dass aufgrund der gesetzlichen Meldepflichten nur 21,4 Prozent aller Stimmrechte identifizierbaren Aktionären zugeordnet werden können; die verbleibenden Stimmrechte können sich in in- oder ausländischer Hand befinden. Das bedeutet eine erhebliche Unschärfe bei der Identifikation des ausländischen Stimmrechtsanteils.

Werden zusätzlich die Informationen aus den Geschäftsberichten der sechs Firmen berücksichtigt, steigt der Anteil der ausländischen Investoren von durchschnittlich 29 auf 47 Prozent (gewichtet) respektive sinkt von 52 auf 48 Prozent (ungewichtet).

⁸ In der Gesamtstudie werden die Ergebnisse auf Firmenebene und als Durchschnittswerte ausgewiesen. Im vorliegenden Beitrag beschränken wir uns auf Letztere.

Doch um wen handelt es sich bei den ausländischen Investoren?⁹ Unsere Studie zeigt, dass von den identifizierbaren Investoren der höchste Anteil aus den USA stammt; und zwar unabhängig von der Durchschnittsbildung (marktkapitalisierungsgewichtet oder ungewichtet) und dem Einbezug der Informationen aus dem Geschäftsbericht. Betrachtet man den jeweils tiefsten und den höchsten Wert, kontrollieren die US-Aktionäre durchschnittlich 20 bis 35 Prozent der bekannten Stimmrechte (siehe *Tabelle 3* auf Seite 53). Bei europäischen Investoren sind es zwischen 3 und 13 Prozent. Die übrigen Nationen besitzen im Minimum 2 und im Maximum 9 Prozent der bekannten Stimmrechte.¹⁰ Eher überraschend ist, dass chinesische Investoren weniger als 1 Prozent der Stimmrechte kontrollieren.

Analysiert man die Daten nach Investorengruppen, so zeigt sich wenig überraschend, dass die institutionellen Investoren den höchsten Anteil der Stimmrechte kontrollieren. Die grosse Differenz zwischen dem marktkapitalisierten und dem ungewichteten Durchschnitt (58% resp. 69%) deutet darauf hin, dass die Institutionellen über relativ höhere Beteiligungen an kleinkapitalisierten Firmen verfügen. Den umgekehrten Effekt erkennt man bei den privaten Beteiligungen.¹¹ Die Investoren der öffentlichen Hand (inkl. Staatsfonds) besitzen rund 5 Prozent der gemeldeten Stimmrechte.

Bei den institutionellen Investoren sind es mehrheitlich die Anlagegesellschaften (v. a. Investmentfonds), die einen Anteil von 29 Prozent (marktkapitalisierungsgewichtet) respektive 52 Prozent (ungewichtet) kontrollieren.¹² Dabei spielt der US-Investor Blackrock mit Abstand die wichtigste Rolle: Die Gesellschaft ist am Stichtag insgesamt 38 der 46 Firmen beteiligt, mit einem marktkapitalisierungsgewichteten Anteil von 12 Prozent an den gemeldeten respektive knapp 4 Prozent am Total der Stimmrechte.

⁹ Für weitere Kategorien und Ergebnisse siehe die Gesamtstudie Zimmermann/Seiler Zimmermann (2019).
¹⁰ Der Wert von 9 (exakt: 8,8) Prozent ergibt sich aus der maximalen Summe der «übrigen» Länder und der Kategorie «nicht kategorisierbare ausländische Investoren» in *Tabelle 3*.
¹¹ Dieser Effekt ist v. a. auf Unternehmungen mit hoher Familienbeteiligung (Hoffmann, Schindler) zurückzuführen.
¹² Firmen mit Beteiligung am eigenen Unternehmen und allenfalls an anderen Unternehmen machen 15,9% (gewichtet), resp. 1,4% (ungewichtet) aus. Unternehmen: 7,7% resp. 5,4%.

Mehr Transparenz nötig

Die Frage, welchen Anteil ausländische Investoren an schweizerischen börsenkotierten Gesellschaften aufweisen, kann aufgrund der Datenlage nur unvollständig und mit geringer Präzision beantwortet werden. Denn einerseits führen die Meldepflichten bei den meisten Firmen zu einem hohen Anteil unbekannter Aktionäre. Andererseits sind zusätzlich verfügbare Informationen, wie etwa im Geschäftsbericht, heterogen und kaum vergleichbar.

Beschränkt man sich auf die meldepflichtigen Informationen (d. h. Anteile über 3%), liegt der Ausländeranteil zwischen einem Drittel und der Hälfte der gemeldeten Stimmrechte. Zieht man auch Informationen aus den Geschäftsberichten mit ein, liegt dieser Wert bei etwa 50 Prozent.

Möchte man verlässlichere Informationen, müsste insbesondere die meldepflichtige Mindestschwelle von 3 Prozent reduziert werden. Das wäre allerdings mit einem hohen administrativen Aufwand verbunden und würde die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Schweizer Finanzplatzes beeinträchtigen. Naheliegender wäre es deshalb, die Aktionäre in der Unternehmensberichterstattung transparent zu machen. Dabei müsste man allerdings darauf achten, dass die Informationen einheitlich und vergleichbar sind.



Yvonne Seiler Zimmermann
 Professorin für Banking und Finance,
 Institut für Finanzdienstleistungen (IFZ),
 Hochschule Luzern



Heinz Zimmermann
 Professor für Finanzmarkttheorie, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät (WWZ),
 Universität Basel