

Was lange währt, wird endlich besser

AIFM-Richtlinie verabschiedet

MATTHÄUS DEN OTTER

Die Richtlinie für Alternative Investment Fund Managers kam am Donnerstag nach langem politischen Hickhack und mit wesentlichen Verbesserungen im Europaparlament zur Abstimmung.

Während bislang nur der Retailfonds Ucits europaweit harmonisiert war, kommt jetzt ein neuer Fondstyp hinzu, der Alternative Investment Fund (AIF), dessen Manager ab 2013 ebenfalls einen EU-Pass beantragen kann. Entgegen einem weitverbreiteten Missverständnis qualifizieren sich nicht nur Private Equity und Hedge Funds als AIF, sondern alle Nicht-Ucits-Fonds, die sich an professionelle Investoren im Sinne der Mifid-Richtlinie (institutionelle Anleger und vermögende Privatpersonen) richten. Anders als für Ucits setzt aber die Regulierung beim Manager und nicht beim Produkt an. Wer seinen AIF in der EU vertreiben will, muss sich mit der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde registrieren lassen – nicht mit der neuen europäischen Wertpapieraufsicht Esma, die aber eine Oberaufsichts- und Koordinationsrolle erhalten wird – und strikte Anforderungen erfüllen.

Nicht-Ucits-Manager

So müssen die Fonds ihre Anlagestrategien und ihre Bewertungsmethoden Investoren und der Aufsicht offenlegen. Fondsmanager müssen ein Mindestkapital nachweisen und sicherstellen, dass das Fondsvermögen ordnungsgemäss verwahrt wird. Auch für die Vergütungssysteme und für die Beaufsichtigung allfälliger Systemrisiken dieser Manager gelten EU-Vorschriften.

Ein Hauptstreitpunkt innerhalb der EU war die Drittstaatenregelung, die sehr detailliert ausgefallen ist, da alle möglichen Varianten (EU-Manager mit Nicht-EU-AIF, Nicht-EU-Manager mit EU-AIF, Nicht-EU-Manager mit Nicht-EU-AIF) geregelt wurden. Aus Schweizer Sicht sind vor allem die folgenden Punkte zu begrüssen: Erstens besteht auch mit der AIFM-RL ähnlich wie in der Ucits-Richtlinie die Möglichkeit, das Portfolio und/oder das Risk Management für in der EU aufgelegte AIF an einen in der Schweiz domizilierten Manager zu delegieren, sofern er der Finma-Aufsicht untersteht.

Zudem können Schweizer Asset-Manager zu einem späteren Zeitpunkt eine Vertriebsbewilligung für einen bzw. mehrere EU-Mitgliedstaaten oder sogar einen EU-Pass erwerben. Dazu müssen sie aber vergleichbare Anforderungen wie EU-Manager erfüllen. Zudem muss die Schweiz vier Bedingungen erfüllen. Genannt sei hier der Abschluss von aufsichtsrechtlichen Kooperations- und Doppelbesteuerungsabkommen (OECD 26) mit allen Staaten, in denen Schweizer Manager AIF vertreiben wollen. Es scheint, die Bedingungen könnten seitens der Schweiz erfüllt werden. Dazu werden auch Anpassungen an das Kollektivanlagengesetz erforderlich sein, die die SFA unterstützt.

Auswirkungen auf Schweiz

Ab 2013 soll es die EU-weite Lizenz für Manager mit Sitz in der EU geben, ab 2015 auch für Manager aus Drittstaaten. Bis 2018 sollen die heutigen einzelstaatlichen Regelungen (Private Placement Regimes) weitergelten, danach jedoch auslaufen. Damit bleibt genügend Zeit, die nötigen Vorbereitungen zu treffen, sodass Schweizer Asset-Manager weiterhin ihre europäischen Kunden betreuen können.

Fazit: Die Schweiz bleibt ein attraktiver Standort für Asset-Manager, insbesondere auch aus der Hedge-Funds- und der Private-Equity-Industrie. Dazu sind gewisse Anpassungen ans neue EU-Recht erforderlich, ein vollständiger Nachvollzug aller Bestimmungen ist hingegen nicht nötig. Daher können die Standortvorteile der Schweiz durch eine weiterhin pragmatische, am reduzierten Schutzbedürfnis institutioneller Investoren orientierte Regulierung erhalten bleiben.

Matthäus Den Otter, Geschäftsführer der Swiss Funds Association (SFA).

Valiant hat den Kurs nur gepflegt

KPMG findet keinen Hinweis auf Kursmanipulation – Verzicht auf weitere Optionspläne – Dividendenpolitik bestätigt

RETO GYSI VON WARTBURG

Die Regionalbankengruppe Valiant hat den Kurs ihrer Aktien in den vergangenen Jahren nicht manipuliert. Zu diesem Schluss kommt Daniel Senn, Partner von Valiants Revisionsstelle KPMG, der den seltsam flachen Kursverlauf der Papiere auf zu hohem Niveau (vgl. Grafik) untersuchte.

Insbesondere stellt der Wirtschaftsprüfer fest, dass 2009 – unter Ausschluss von zweiter Handelslinie, Fusionen und Kapitalerhöhungen – 74,5% des gesamten Volumens in Valiant-Aktien über Valiant gekauft oder verkauft wurden, was im Vergleich mit anderen Regionalbanken ein durchschnittlicher Wert sei. Ebenso habe Valiant weder Scheingeschäfte abgewickelt noch mit sich selbst gehandelt (keine Nostro-Nostro-Inhouse-Crosses), steht im am Donnerstag vor den Medien zusammengefassten Bericht, der unter Verchluss gehalten wird.

In dubio pro reo

Valiant war in Marktkreisen vorgeworfen worden, solche heiklen Geschäfte abgewickelt zu haben. Aus mindestens drei Gründen war ein hoher Aktienkurs durchaus im Interesse der Bank: Erstens zahlte sie Akquisitionen mit Aktien, zweitens lief ein Managementoptionsprogramm und drittens unterstrich der Kursverlauf die Erfolgsgeschichte der Gruppe.

Valiants Verwaltungsratspräsident Kurt Streit führte aus, es handle sich um ein Missverständnis in der Kommunikation. Es sei von den Medien – angesprochen dürfte nicht zuletzt die FuW gewesen sein – ein Zusammenhang zwischen dem Optionsprogramm und den Kapitalrückzahlungen konstruiert worden, wo keiner bestehe. Die Argumentation greift allerdings zu kurz, denn über den Aktienkurs besteht selbstredend ein Zusammenhang zwischen dem Optionsprogramm (je höher der Kurs, desto attraktiver) und dem Aktienrückkauf (stützt den Kurs).

Daniel Senn von der KPMG bestätigt: «Wenn die Frage lautet, ob der Rückkauf einen Einfluss auf den Kurs hatte, ist die Antwort ja.» Allerdings werde ein Rückkauf über die zweite Handelslinie abgewickelt, sei also transparent gewesen und hätte, zumindest in der Theorie, vom Markt bei der Bekanntgabe aufgenommen werden müssen. Das sei nicht ge-



Fühlen sich missverstanden: KPMG-Partner Daniel Senn (links), Valiant-VR-Präsident Kurt Streit (Mitte) und -CEO Michael Hobmeier.

schehen. Weiter sei der Rückkauf von der Generalversammlung angenommen und damit legitimiert worden.

Den Führungskräften von Valiant ist jedoch – in dubio pro reo – zuzubilligen, dass der Aktienrückkauf nicht mit der zielgerichteten Absicht lanciert wurde, die Optionen weit im Geld zu halten, um einen möglichst hohen persönlichen Profit zu erzielen. Fehlt eine solche Absicht, handelte die Regionalbankengruppe nicht kursmanipulierend im Sinne des Strafgesetzes. Kurspflege – im Rahmen der Rolle von Valiant als Market Maker – wurde allerdings betrieben, räumte die Bank im Gegensatz zu früheren Aussagen ein. Kurspflege verstösst allerdings nicht gegen das Gesetz.

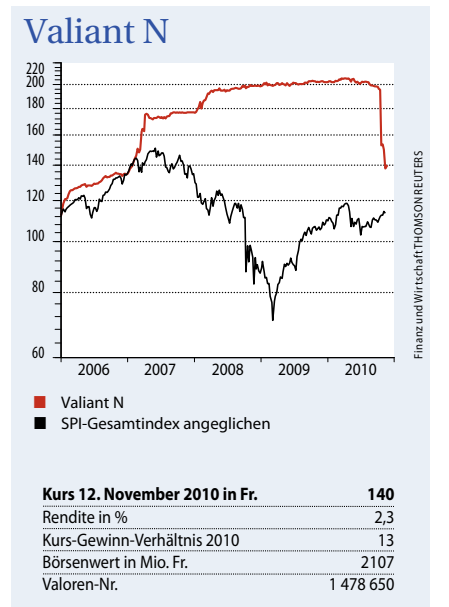
Aktien mit Abschlag

Valiant hat Schritte eingeleitet, damit ähnliche Vorkommnisse in Zukunft gar nicht mehr möglich sind. So will sich das Unternehmen freiwillig dem Rundschreiben der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (Finma) unterstellen und künftig auf Managementoptionsprogramme verzichten. Zudem ist vorgesehen, an der Generalver-

sammlung konsultativ über die Salärpolitik abstimmen zu lassen.

Fundamental gesehen ist Valiant nach wie vor eine ertragsstarke, solide Bank mit guten Gewinnaussichten. Sie hält an ihrer Politik fest, durchschnittlich 30 bis 40% des Gewinns in Form einer Dividende an die Aktionäre auszuschütten. Die Aktien sind nach dem Kurssturz nicht mehr teuer, das Kurs-Gewinn-Verhältnis von 13 (Basis geschätzter Gewinn 2011) ist im Branchenvergleich leicht unterdurchschnittlich. Sie werden allerdings mit einem Abschlag gehandelt, da die Hintergründe der Kursentwicklung seit dem 18. Oktober weiterhin ungeklärt sind.

Vielleicht wird die laufende Untersuchung der Finma Licht ins Dunkel bringen. Wie lange die Abklärungen der Aufsichtsbehörde dauern werden, und was sie genau untersucht, ist allerdings offen. Solange der Schleier der Unsicherheit über Valiant liegt, sind die Aktien nicht zum Kauf zu empfehlen. Anleger, die in eine defensive Retailbank investieren möchten, wählen besser Luzerner Kantonalbank, wer mehr Risiko in Kauf nehmen will, ist mit den Papieren der BC de Genève gut bedient (vgl. Seite 15).



Weitere Informationen wie Archiv, News, Kurse finden Sie unter www.fuw.ch. Geben Sie den folgenden Webcode ein:

Aktienführer: Valiant

Eine GV ist keine Landsgemeinde

Der «Fall» Aryzta – Replik zum Beitrag von Max Boemle über die Austragung einer Generalversammlung im Ausland

ROLF WATTER

In seinem Artikel in der FuW-Ausgabe vom 10. November führt Max Boemle richtigerweise aus, dass es guter Corporate Governance entspricht, für eine Generalversammlung einen Tagungsort zu wählen, der für die Mehrheit des Aktionariats gut erreichbar ist. Seine weiteren Ausführungen sind jedoch in mehreren Belangen ergänzungs- oder korrekturbedürftig.

Erstens hat Aryzta den Tagungsort Toronto gewählt, gerade weil dies zu einer höheren Aktionärspräsenz führen wird. Denn weder die meisten noch die grössten Aktionäre haben ihren Geschäftsbzw. Wohnsitz in der Schweiz. Einen allen Bedürfnissen gerecht werdenden Austragungsort für die GV einer weltweit tätigen und von einem weltweiten Aktionariat getragenen Gesellschaft gibt es nicht. Für eine Mehrheit der Aktionäre ist dieser Ort immer weit weg und nur mit einem gewissen Aufwand erreichbar; Analoges gilt übrigens für den Zeitpunkt: Interessanterweise fordert dort aber niemand, dass eine GV manchmal am Abend stattfindet, damit auch Berufstätige teilnehmen können.

Rotationsprinzip

Um wenigstens über die Zeit eine gewisse Gerechtigkeit für alle Aktionäre zu schaffen, hat der Verwaltungsrat von Aryzta entschieden, die GV künftig nicht nur in

der Schweiz, sondern abwechselnd auch an Orten durchzuführen, die für eine Grosszahl des Aktionariats leicht erreichbar sind. Dies ist zweifellos ganz im Sinne einer Best Practice, welche die Interessen aller Aktionäre berücksichtigt. Es ist nicht einzusehen, weshalb Schweizer Aktionäre besser behandelt werden sollten als Aktionäre aus anderen Weltregionen, die genauso am Risiko der Gesellschaft mittragen.

Aryzta ist überzeugt, dass die Durchführung der diesjährigen GV in Toronto zu einer wesentlich grösseren Stimmbeteiligung führen wird als an der letztjährigen GV in Zürich, an der abgesehen vom Management lediglich 0,4% der Stimmen persönlich vertreten waren. Wichtig zu wissen ist in diesem Zusammenhang, dass es an einer GV nicht auf die Anzahl der Aktionäre ankommt. Die GV ist eben keine Landsgemeinde, die ein Erfolg ist, wenn möglichst viele (Schweizer) Bürger anwesend sind: entscheidend ist die Anzahl der persönlich und über Vertreter anwesenden Aktien.

Zweitens sehen die Statuten der Aryzta in Art. 9 Abs. 1 – was Max Boemle nicht beachtet – explizit vor, dass eine ordentliche GV im Ausland stattfinden kann. Diese Bestimmung wurde nach der Fusion zwischen der grösseren, irisch beheimateten IAWS und der kleineren, schweizerischen Hiestand an der Gründungs-GV von Aryzta im August 2008 diskutiert und beschlossen. Da die Statuten auf der Home-

page der Gesellschaft einsehbar sind, bestand und besteht Transparenz in dieser Frage gegenüber gegenwärtigen und künftigen Investoren.

Drittens entspricht der gewählte Tagungsort dem internationalen Profil des Unternehmens als global tätige Gesellschaft, die neben ihrer Erstkotierung an der SIX Swiss Exchange auch über eine Zweitkotierung an der ISE Irish Exchange verfügt. Aryzta hat erst kürzlich ihre Präsenz in Nordamerika durch Akquisitionen im Umfang von rund 1,5 Mrd. Fr. wesentlich verstärkt und dadurch dort auch neue Aktionäre gewonnen.

Viertens bietet Aryzta eine neuartige Dienstleistung für Aktionäre, die nicht persönlich an der GV teilnehmen können: Über die unabhängige Stimmrechtsvertreterin können vor der GV Fragen an den Verwaltungsrat gestellt werden, und bei Bedarf können bereits erteilten Stimmweisungen bis kurz vor der GV angepasst werden. Es ist zudem möglich, durch die unabhängige Stimmrechtsvertreterin an der GV Fragen stellen zu lassen. Dieses Vorgehen erlaubt eine Einflussnahme der Aktionäre auch ohne persönliche Präsenz.

Aus allen diesen Gründen kann die Ansicht, eine GV müsse aus Erreichbarkeitsgründen immer in der Schweiz stattfinden, nicht richtig sein. In der FuW wurde schon früher und zu Recht auch eine andere Meinung vertreten (vgl. FuW vom 4. Oktober 2006). Entscheidend für die aktienrechtliche Legitimation ist, dass

möglichst viele Aktienstimmen anwesend oder vertreten sind und eine fundierte Meinungsbildung möglich ist – und nicht, dass möglichst viele Personen aus einer Landesgegend an einem Versammlungsort erscheinen können.

Zum neuen Aktienrecht

Die Schweizer Rechtslehre ist deshalb heute praktisch einhellig der Meinung, dass eine GV sogar ohne statutarische Grundlage im Ausland abgehalten werden kann, soweit die Teilnahme grundsätzlich möglich bleibt.

Es ist zu hoffen, dass das neue Aktienrecht die Teilnahme von Aktionären über elektronische Mittel erleichtern wird; dann haben alle Aktionäre eine faire Teilnahmemöglichkeit, egal, wo sie wohnen, ob sie berufstätig oder reisefähig sind. Leider erfüllt der gegenwärtig dem Parlament vorliegende Entwurf diese Hoffnung noch nicht vollständig.

Rolf Watter, Titularprofessor der Uni Zürich, ist als Anwalt für Aryzta in dieser Sache tätig.

Aktionärsstruktur

UK/Irland	28%	Institutionelle / 10%	Retail
Nordamerika	25%	Institutionelle / 0%	Retail
Schweiz	21%	Institutionelle / 2%	Retail
Übriges Europa	11%	Institutionelle / 0%	Retail
Management			2%
Rest der Welt	1%	Institutionelle / 0%	Retail

Quelle: Aryzta