

Dividenden in Zeiten von Corona

Das Aktienrecht dient dem Aktionärs- und dem Gläubigerschutz, nicht als Einfallstor für eine «gute» Gesellschaftspolitik. Die Folgen der Coronapandemie haben das Thema jedoch komplizierter gemacht. **PETER V. KUNZ**

Es gibt in der Schweiz rund 220 000 Aktiengesellschaften. Die AG ist die wichtigste Unternehmensform, sie ist für Einpersonengesellschaften ebenso geeignet wie für KMU, für kotierte Unternehmen oder für internationale Multis. Angesichts des breiten Anwendungsfelds überrascht nicht, dass die Rechtsgrundlagen, also das Aktienrecht, heftig diskutiert und regelmässig überarbeitet wird. Seit sechzehn Jahren befindet sich in der politischen Pipeline eine umfassende Aktienrechtsrevision. Sie stand kurz vor dem Abschluss. Und dann kam Corona.

In den letzten Jahren ging es besonders um zwei aktienrechtliche Themen: die Umsetzung der «Abzocker-Initiative» und die Frauenquote. Kürzlich debattiert wurde zudem die vorgezogene Umsetzung der «Konzernverantwortungs-Initiative» als indirekter Gegenvorschlag. Der rote Faden in allen Aktienrechtsdiskussionen bestand bis anhin darin, die Rechte der Aktionäre generell auszubauen und zu stärken. Zu diesen Aktionärsrechten, die politisch links und rechts grosse Sympathien geniessen, gehören beispielsweise das Stimmrecht an der GV sowie das Dividendenrecht. Und dann kam Corona.

Vor Illusionen sei gewarnt: Niemand wird und bleibt Aktionär eines Unternehmens bloss aus Jux und Tollelei. Für Anleger – seien es Kleinaktionäre oder Grossinvestoren – stehen im Vordergrund regelmässig die Vermögensrechte als zentraler Anreiz für das Investment, also etwa das Bezugsrecht bei Kapitalerhöhungen oder das Recht auf Dividende. Gewinnausschüttungen durch Unternehmen werden durch ihre Generalversammlung beschlossen und stehen im Ermessen der Aktionäre. Und dann kam Corona.

Aktienrecht ist neutral

Die Coronakrise hat angeblich Helden hervorgebracht – und ebenfalls Bösewichte. Als «böse» betrachtet werden plötzlich Unternehmen, die für den im Jahr 2019 erwirtschafteten Gewinn im Jahr 2020 nun eine Dividende ausschütten (wollen). Geradezu atemlos wird gefragt: «Dividenden in Zeit von Corona, geht das?» «Sind Dividenden in der absehbaren Wirtschaftskrise überhaupt rechtmässig?» Besonders intensiv – durchaus nachvollziehbar – ist die Entrüstung in Politik und Medien, wenn es um Unternehmen geht, die Kurzarbeit für ihre Angestellten einführen oder bundesrätliche Coronabürgschaftskredite beanspruchen (müssen).

Das Aktienrecht als neutrales Organisationsrecht dient dem Aktionärs- und dem Gläubigerschutz, nicht

als Einfallstor einer «guten» Gesellschaftspolitik. Trotz emotionalen und ideologischen Debatten sollte nicht aus den Augen verloren werden, dass Privatunternehmen keine Wohlfahrtszwecke verfolgen (müssen). Ein massgeblicher Treiber für Aktionäre, sich finanziell zu beteiligen, ist Egoismus – und damit ein Interesse an der Dividende. Es gilt die Grundregel: Investoren erhalten über Gewinnausschüttungen eine Abgeltung für das Risikokapital, das ansonsten von Privaten schlicht nicht zur Verfügung gestellt würde. Und dann kam Corona.

Wie sieht es aktienrechtlich aus? Unternehmensgewinne im letzten Jahr oder allenfalls aufgelaufene Bilanzgewinne früherer Jahre haben mit der gegenwärtigen Krise rechtlich schlicht nichts zu tun. Gewinne pro 2019 sowie Covid-19 sind so vergleichbar wie Kopsalat und Spargelsuppe. Gesellschaften können in Bezug auf die Dividende rechtlich beschliessen, was immer sie wollen. Aktionäre dürfen ihr Unternehmen aushöhlen und haben keine Treuepflichten, sie geniessen eine aktienrechtliche Narrenfreiheit. Dividendenbeschlüsse sind also im Jahr 2020 nach wie vor legal. Und dann kam Corona – und es wurde etwas komplizierter.

Die Finanzmarktaufsichtsbehörde Finma wurde schon früh, ohne wirkliche Rechtsgrundlage, aktiv und forderte publikumswirksam UBS und Credit Suisse nicht durch Verfügung, sondern mit einem Brief zur «Wiedererwägung ihrer Ausschüttungspläne» auf. Als die Grossbanken die Dividende teilweise verschoben, wurde dies von der Finma öffentlich «begrüsst». Behördliche Annahmen mögen politisch und medial zwar zu Applaus führen, erweisen sich jedoch als rechtsstaatlich fragwürdig, wenn «Bitten» und «Empfehlungen» ausserhalb des Zuständigkeitsbereichs einer Behörde stattfinden.

Die Dividendendebatte ging weiter, und sobald ein Thema zu Schlagzeilen führt, wird es eher früher als später auf der politischen Bühne traktandiert. Bereits im Mai wurde ein aktienrechtliches Dividendenverbot für die Jahre 2020 und 2021 gefordert, und zwar für alle Unternehmen, die Kurzarbeitsentschädigungen – eine durch die Arbeitgeber mitfinanzierte reguläre Sozialversicherung – wegen Corona beanspruchen. Dieses Verbot sollte sogar rückwirkend für beschlossene und ausgezahlte Dividenden gelten. Eine entsprechende Motion fand im Nationalrat knapp Zustimmung, wurde schliesslich allerdings im Ständerat deutlich abgelehnt.

Der Bundesrat hat früh sogenannte Solidarbürgschaften für Bankdarlehen an Unternehmen geschaffen,

die ausschliesslich «für die laufenden Liquiditätsbedürfnisse» eingesetzt werden dürfen, sicherlich ein sinnvolles Instrument zur Krisenmilderung. Die entsprechende Solidarbürgschaftsverordnung hält fest: «Während der Dauer der Solidarbürgschaft ausgeschlossen sind (...) die Ausschüttung von Dividenden und Tantiemen.» Da in der Schweiz mehr als 70% der Gesellschaften zu einer Unternehmensgruppe (Konzern) gehören, wurde ausserdem das «Zurückführen von Gruppendarlehen» als unzulässig bezeichnet.

Dieses neue und einzigartige Dividendenverbot im schweizerischen Recht, dessen Sinn nicht ernsthaft bestritten werden kann, stellt eine Ausnahme vom Dividendenrecht dar und muss daher restriktiv ausgelegt werden («singularia non sunt extenda»). Das Verbot von Gewinnausschüttungen betrifft einzig die das Coronadarlehen erhaltende Gesellschaft, also die Borgerin, die folglich keine Dividende – etwa an ihre Muttergesellschaft oder an Schwestergesellschaften – auszahlen darf. Die übrigen Unternehmen desselben Konzerns werden hingegen, übereinstimmend mit dem vom Bundesgericht anerkannten Trennungsprinzip, in ihrer eigenen Ausschüttungspolitik nicht eingeschränkt; deshalb darf zum Beispiel die Muttergesellschaft einer Borgerin ohne weiteres Gewinn an ihre Aktionäre ausschütten.

Sorgfaltspflicht des Verwaltungsrats

Bedeutet dies, dass bei Bilanzgewinnen oder bei Dividendenreserven sozusagen «Dividenden à discrétion» zulässig sind? Für die Aktionäre: ja. Anders verhält es sich für den Verwaltungsrat, der betreffend Dividende allenfalls Beschlüsse verhindern oder Auszahlungen blockieren muss. Ein Widerstandsrecht, eventuell sogar eine Widerstandspflicht des Verwaltungsrats gegen «seine» Aktionäre ergibt sich aus der Sorgfaltspflicht für das Unternehmen, bei der auch Arbeitnehmer- und Gläubigerinteressen berücksichtigt werden müssen. Der Verwaltungsrat hat somit etwa Dividendenablehnungsanträge zu stellen oder – in extremis – Generalversammlungen nicht durchzuführen oder gültige Dividendenbeschlüsse schlicht nicht zu vollziehen.

Welcher Massstab gilt für das Verhalten des VR? Antwort: die Liquidität des betroffenen Unternehmens. Sollte sich die Liquiditätssituation in der Coronakrise erheblich verschlechtern haben, was bei Kurzarbeit meist der Fall sein dürfte, oder ist dies absehbar, was bei Nachfrageeinbruch wohl angenommen werden kann, muss der Verwaltungsrat reagieren und darf keinen Vermögensabfluss durch Dividende mehr zulassen. Streitigkeiten zwischen Verwaltungsräten und Aktionären erscheinen absehbar und aktienrechtlich unvermeidlich.

Peter V. Kunz ist Professor für Wirtschaftsrecht an der Universität Bern und Dekan der Rechtswissenschaftlichen Fakultät.

Unwägbarkeiten

Vom Ökonomen und höchst erfolgreichen Investor John Maynard Keynes ist das Bonmot überliefert: «Die Märkte können sich länger irrational verhalten, als Sie liquide bleiben.»

Diese Warnung sollten Anleger beherzigen, die gegen die Rally wetten wollen. Es stimmt, dass die Börsenkurse angesichts der weiterhin herrschenden Konjunkturrisiken zu überhitzen scheinen. Das glaubt auch die Mehrheit der Fondsmanager (vgl. Seite 1). Aber deswegen droht noch keine baldige Baisse.

Es ist leicht, sich über die Kleinspekulanten auszulassen, die nun vermehrt aktiv werden (vgl. Seite 15). Börsen sind aber nicht nur rationale Mechanismen, um Szenarien abzuwägen. Sie können sich in langen Phasen des überschwänglichen Optimismus oder Pessimismus einfinden.

Dazu kommt, dass Marktteilnehmer nun eine besonders langfristige Perspektive einnehmen müssen.

Im Niedrigzinsumfeld sind – wegen der Abzinsung zum Gegenwartswert – die weit in der Zukunft liegenden Dividenden für die Kurse entscheidend. Naturgemäss können die Einschätzungen darüber weit voneinander abweichen. Damit haben Stimmungen noch mehr Einfluss als sonst. Wird der tiefe Konjunkturreinbruch bloss als temporäres Phänomen gesehen, hat der aktuelle Wirtschaftsverlauf weniger Relevanz für die Börse.

Anleger sollten sich der Unwägbarkeiten an den Aktienmärkten bewusst sein. Es kann gut sein, dass die Rally weitergeht. Wer seine Aktien jetzt verkauft, dem könnten weitere Kurssteigerungen entgehen. Der Performanceausblick ist aber so unsicher wie seit langem nicht mehr. Negative Entwicklungen, die die Kurse belasten könnten, gibt es zuhauf.

ALEXANDER TRENTIN
Redaktor
zum Thema
Börsenoptimismus



«Für Anleger sind die Vermögensrechte ein zentraler Anreiz.»

Investieren leicht gemacht

FuW | Die Analyse
Das Schweizer Aktienresearch

«Die Analyse» umfasst Aktienanalysen und Anlageempfehlungen zu den wichtigsten an der Schweizer Börse kotierten Unternehmen. Das Research der «Finanz und Wirtschaft» bietet eine klare Einschätzung mit den Einstufungen «Kaufen», «Halten» und «Verkaufen» zu einem Bruchteil der marktüblichen Kosten. Alle Analysen sind in einer Online-Datenbank und als druckoptimierte PDF-Dokumente zugänglich. E-Mail-Benachrichtigungen informieren sofort bei Empfehlungsänderungen. Mehr Informationen auf analyse.fuw.ch

FINANZ und WIRTSCHAFT
invest

Zum FuW-Risk-Portfolio aus Schweizer Aktien gesellt sich neu das Value-Portfolio mit einer internationalen Ausrichtung. Beide Aktienkörbe werden seit Jahren in der «Finanz und Wirtschaft» publiziert und haben einen langen Erfolgsausweis. Jetzt können Anleger direkt in die Portfolios investieren, und zwar mit den Anlagezertifikaten, die an der Börse SIX Swiss Exchange gehandelt werden. Mehr Informationen auf fuw.ch/invest

Finanzpolitische Fehlanreize

Der Finanzausgleich wird immer komplizierter. **PETER MORF**

Ressourcenausgleich, soziodemografischer Lastenausgleich, geografisch-topografischer Lastenausgleich, Härteausgleich, Abfederungsmassnahmen: alles klar? Nein? Das ist nicht dramatisch, sondern normal. Kaum jemand weiss, worum es bei diesen Begriffen geht. Es sind die tragenden Pfeiler des nationalen Finanzausgleichs zwischen Bund und Kantonen.

Er ist in Kraft seit 2008, das Volk hatte ihn 2004 deutlich angenommen. Die Arbeiten an diesem Projekt begannen allerdings Jahre zuvor, es sollte zu einem wahren Jahrzehntvorhaben werden. Ursprünglich war der neue Finanzausgleich auch als Sparpaket gedacht. Ganz zu Beginn wurden Nettoeinsparungen in Milliardenhöhe versprochen.

Daraus wurde nichts. Das belegen auch die neuesten Angaben der Eidgenössischen Finanzverwaltung für die Ausgleichszahlungen für 2021. Demnach erreichen die Finanzausgleichszahlungen im kommenden Jahr 5,2 Mrd. Fr. – nahezu gleich viel wie 2020. Knapp 3,4 Mrd. Fr. gehen zulasten des Bundes, den Rest steuern per saldo die finanzstarken Kantone bei.

Der Finanzausgleich ist mit seinen verschiedenen Gefässen zu einem unglaublich komplizierten Gebilde geworden. Die Berechnung des so genannten Ressourcenindex, der für den Ressourcenausgleich, das grösste Gefäss, massgebend ist, gemahnt an höhere Mathematik. Zudem wurde mit der Revision von 2020 das neue Gefäss der Abfederungsmassnahmen eingeführt. Es soll

unerwünschte Wirkungen der Revision mildern. Nur: Ist eine Revision sinnvoll, wenn deren Folgen über eine neue Intervention gemildert werden müssen?

Ein Blick in das Zahlenwerk macht stutzig. Alle 26 Kantone erhalten aus irgendetwas Topf Geld – auch die finanzstärksten. Selbst der Kanton Zug erhält aus dem soziodemografischen Lastenausgleich ein halbe Million Franken. Dahinter steht die Erkenntnis, dass ein derartiges System nur mehrheitsfähig wird, wenn die Kantone dahinterstehen – also muss jeder etwas erhalten, auch wenn das ökonomisch unsinnig ist.

Der in absoluten Zahlen grösste Profiteur wird auch 2021 der Kanton Bern sein, er erhält aus dem Finanzausgleich netto gut 888 Mio. Fr. Versteht sich von selbst, dass dieser Betrag budgetiert worden ist. Der Kanton Bern – und mit ihm alle Nehmerkantone – haben kaum Interesse daran, sich finanzpolitisch zu verbessern, weil in diesem Fall die Ausgleichszahlungen sinken. Umgekehrt werden die gut wirtschaftenden Kantone bestraft. Das ist dem Wachstum kaum förderlich und ist auch nicht im Sinne der Erfinder.

Der Finanzausgleich ist zu einem schier undurchdringlichen Geflecht geworden, das nur noch Experten verstehen. Eine massive Vereinfachung des Finanzausgleichs mit erhöhter Transparenz wäre dringend nötig, das allerdings dürfte in absehbarer Zeit kaum realistisch sein: 19 Kantone sind Nettobezogener aus dem Finanzausgleich, sie können die Zahler stets majorisieren.

PostFinance braucht Plan B

Teilprivatisieren rettet Grundversorgung nicht. **MONICA HEGGLIN**

PostFinance kann im Niedrigzinsumfeld ohne die Fähigkeit zur Vergabe von Hypotheken nicht überleben. Der Postkonzern ist deshalb in einer verzwickten Lage. Er hat 6 Mrd. Fr. Kapital in der Tochtergesellschaft PostFinance gebunden und erhält dafür immer weniger. Die – typisch eidgenössisch – versteckte Finanzierung der Grundversorgung mit Postdiensten und mit Dienstleistungen des Zahlungsverkehrs ist damit gefährdet.

Der Bundesrat will die Rahmenbedingungen ändern und das im Postorganisationsgesetz verankerte Verbot, Kredite und Hypotheken zu vergeben, aufheben. Eine Teilprivatisierung von PostFinance ist nicht Gegenstand dieser Vorlage, ist aber explizit damit verknüpft. Was nach einer tauglichen Lösung klingt, ist – nach Swisscom – ein weiterer ordnungspolitischer Sündenfall. Der Plan des Bundesrats ist aber schon deshalb ein «No Go», weil die Rechnung nicht aufgeht.

Erstens ist PostFinance ein systemkritisches Institut und nicht einfach eine «eidgenössische Kantonalbank». Gemäss Finma fehlen PostFinance aufgrund der Systemrelevanz 3 Mrd. Fr. Eigenkapital zur Erfüllung des Gonen Concern-Kapitalbedarfs für Notsituationen. Dieses sollen die Privataktionäre einbringen. Aus eigener Kraft schafft PostFinance das nicht. Zweitens müssen die zusätzlichen Risiken im Hypothekengeschäft von der Bank eigenkapitalmässig unterlegt werden. Das bedeutet weitere 150 Mio. Fr. Eigenkapital für 5 Mrd. Fr. Hypotheken. Maximal wird Post-

Finance binnen zehn Jahren Hypotheken im Umfang von 50 Mrd. Fr. vergeben können. Diese Beschränkung ergibt sich daraus, dass sie nur Kundengelder, die ihr aus dem Grundversorgungsauftrag im Zahlungsverkehr zufließen, auch auf dem Kredit- und Hypothekemarkt anlegen darf.

Drittens wird PostFinance mit 50 Mrd. Fr. Hypothekervolumen bloss halb so gross sein wie Raiffeisen und die Zürcher Kantonalbank, die beide ebenfalls systemrelevant sind. Ob PostFinance unter diesen Umständen vergleichsweise rentabel geführt werden kann, ist nicht offensichtlich, zumal ja neben dem Notfallkapital auch die Grundversorgung finanziert werden muss.

Viertens wird PostFinance schrumpfen müssen. Was mit den 40 Mrd. Fr. Kundengeldern passieren soll, die heute «einfach so» ohne Zusammenhang mit dem Zahlungsverkehr bei PostFinance liegen, ist offen. Aus heutiger Sicht verursachen diese Gelder bloss Kosten.

Es bleibt somit höchst ungewiss, ob PostFinance dank Hypotheken wirtschaftlich betrieben werden kann. Fragt sich, ob es nicht bessere Wege zur Finanzierung der Grundversorgung gibt, als eine ganze Bank zu betreiben. Der Auftrag der Post zur Grundversorgung im Zahlungsverkehr ist im europäischen Umfeld einzigartig. In vielen europäischen Ländern erhalten Postunternehmen Subventionen. Es ist jedenfalls Zeit, in der Schweiz eine Diskussion über die Finanzierung des Grundversorgungsauftrags zu führen.