# Meinung & Debatte

Neue Zürcher Zeitung



ILLUSTRATION SIMON TANNER / NZZ

Die Börsenkotierung hat Vor- und Nachteile. Was an einem Tag zum Erfolg führt, kann schon am nächsten Tag den Untergang bedeuten. Umso wichtiger ist es, sich nach den zentralen Grundwerten des Unternehmertums – Langfristigkeit, Vertrauen und Transparenz – auszurichten. Von Etienne Jornod

Während 27 Jahren konnte ich Erfahrungen über die Vorteile börsenkotierter Unternehmen sammeln. Die Firmen, die ich geleitet habe oder die von unseren Teams gegründet worden sind, haben ebenfalls davon profitiert, dass sie an der Börse kotiert waren. Ich bin mir aber auch der negativen Aspekte und Schwachstellen der Börsenkotierung bewusst – und dass diese ausgenutzt werden können. Ein halb volles Glas ist immer auch ein halb leeres Glas.

Wenn man ein Unternehmen gründet und aufbaut, sollte man wenn möglich langfristig denken. Dies steht aber oft im Widerspruch zu den Erfordernissen der Börse, das heisst zu der Verpflichtung, alle Semester- oder Quartalsresultate zu veröffentlichen, die von Beobachtern und Investoren eingehend analysiert, kommentiert und kritisiert werden. Diese Verpflichtung lädt dazu ein, kurzfristige Massnahmen zu beschliessen, um die erwarteten finanziellen – und eben nicht die unternehmerischen – Erfolge vorzuweisen. Dies wiederum führt zu schwierigen Herausforderungen und zu Kompromissen, die oft auf Kosten der bestmöglichen Entscheide gehen.

## Die Galenica-Story

Wenn man an der Börse ist, muss man deren Regeln akzeptieren. Die Entscheide, die an einem Tag getroffen werden, können am folgenden Tag bereits

ihre Gültigkeit verlieren. Gesellschaften ändern ihre Eigentümer und Kader. Neue Eigentümer fühlen sich oft nicht an die Vergangenheit gebunden. Eine Konfrontation zwischen Unternehmen und Aktionären ist bisweilen unausweichlich. Verbündete werden manchmal zu Gegnern, dies ohne Vorwarnung.

Ein Entscheid kann in einer Situation gerechtfertigt und in einer anderen unbedingt zu vermeiden sein. Diese Sachzwänge haben mein Leben als Chef börsenkotierter Unternehmen stets begleitet. Ich möchte dies anhand von Beispielen aus meiner Erfahrung erörtern.

In einem dieser Unternehmen habe ich praktisch mein ganzes berufliches Leben verbracht: Galenica. Es wurde gegründet, um die Apotheker mit Medikamenten zu versorgen, und war jahrzehntelang die Referenz in den Apotheken. Galenica war eine Logistikfirma, die Medikamente aus der ganzen Pharmaindustrie kaufte und an alle Schweizer Apotheken weiterverkaufte – Kauf, Lagerung, Verkauf.

Es war im Jahr 1995, als die Gesellschaft zwar eine solide Bilanz aufwies, aber keine wirkliche Zukunft mehr hatte. Die Margen verringerten sich, die grossen Logistikgruppen kontrollierten Europa und die USA. Man musste reagieren. Wir haben deshalb beschlossen, die Strategie völlig zu ändern, nämlich a) den Apothekern durch einen Börsen-

# Meinung & Debatte

Neue Zürcher Zeitung

gang die Kontrolle zu entziehen, b) eine Kette von Apotheken aufzuziehen, aus der die heutige Galenica hervorgegangen ist, und c) das drittgrösste Pharmaunternehmen der Schweiz zu gründen: die Vifor Pharma.

Ende 1999, also rund fünf Jahre nachdem wir mit dem Umbau der alten Galenica begonnen hatten, liefen wir Gefahr, Opfer von unfreundlichen Übernahmeversuchen und Spekulationen zu werden – Börsenrisiken eben. Diese Versuche liefen unserem unternehmerischen Projekt entgegen, dieses versprach – da waren wir uns sicher – grossen Mehrwert und zudem die Schaffung vieler Arbeitsplätze.

Zu unserem Selbstschutz haben wir eine strategische Übereinkunft mit der grossen internationalen Gruppe Alliance Boots gesucht und auch gefunden. Eine Minderheitsbeteiligung dieser Gruppe erlaubte uns, unsere Langzeitstrategie umzusetzen. Im Rahmen einer Vinkulierungs-Ausnahme bekam Alliance Boots 20 Prozent der Stimmrechte; die übrigen wurden auf maximal 5 Prozent pro Aktionär beschränkt. Ein über 15 Jahre laufender Vertrag und solide freundschaftliche Bindungen stellten zusätzliche Garantien dar.

Ende 2015 war unser Personalbestand von 900 auf 10 000 Personen gestiegen. Der Wert der Aktie war um 4600 Prozent gestiegen – die beste Performance auf dem Markt.

Nach 15 Jahren guter Zusammenarbeit zwang uns dann dieselbe Alliance Boots, die Gruppe in zwei unabhängige Gesellschaften (Vifor und Galenica) zu spalten, wobei sich das Management auf seine 20 Prozent Stimmrechte stützte, um seine Sichtweise durchzusetzen. Die 20-Prozent-Regel, die uns anfänglich schützte, wurde nun gegen uns eingesetzt. Alliance Boots wollte Kasse machen und unsere Apothekenkette in die Boots-Apotheken integrieren.

Dies war eine Kriegserklärung ohne Vorwarnung seitens unserer «Freunde», die sich inzwischen mit der Private-Equity-Firma KKR verbündet hatten. Doch wir liessen uns nicht ausmanövrieren. Die unfreundliche Aktion hatte unsere Aktie unter Druck gesetzt, so dass sie innerhalb von wenigen Monaten 40 Prozent ihres Wertes verlor. Wir änderten den Namen Galenica Group in Vifor Pharma um und machten mit der Apothekenkette ein Initial Public Offering (IPO). Sie hiess nun New Galenica, woraus die jetzige Galenica wurde, deren Aktienwert zurzeit bei 4 Milliarden Franken liegt.

Unsere Vorgehensweise – Namensänderung der Holding und IPO – stand im Gegensatz etwa zu jener, die Novartis für Alcon und jetzt auch für Sandoz wählte – jeder Aktionär bekam dort je eine Aktie beider Gesellschaften. Durch unseren überraschenden Schachzug wurde es Alliance Boots verunmöglicht, sich die Galenica-Apothekenkette unter den Nagel zu reissen. Alliance Boots entgingen dadurch grosse Gewinne, denn die Aktie verlor während des Verkaufs viel an Wert. Und unsere Gruppe erlöste mit dem Börsengang von New Galenica mehr als 2,3 Milliarden Franken – ein sehr positiver Effekt der Börse.

Ende gut, alles gut also – der «Böse» wurde ja bestraft? So einfach ist die Sache nicht, denn ich bleibe davon überzeugt: Wenn wir die Unternehmensstruktur mit zwei Gesellschaften noch einige Jahre beibehalten hätten – auch wenn dies den Analysten nicht gefiel –, hätte Vifor mehr Zeit gehabt, sich auf die Zukunft vorzubereiten, und wäre stärker gewesen – zum Vorteil der Aktionäre wie auch der Arbeitnehmer.

## Die Vifor-Pharma-Story

Um zu ihrem Ziel zu gelangen, verhandelte Alliance Boots im Geheimen mit aktivistischen Investoren. Schliesslich waren es Letztere, die profitierten, weil sie die in Panik verkauften Aktien zu einem günstigen Preis erwerben konnten. Weil unter ihrem Druck die Vinkulierung aufgehoben werden musste, haben sie auf diese Weise mehr als 30 Prozent des Kapitals und 30 Prozent der Stimmen erreicht.

Wer Börse sagt, sagt also immer auch Kurzfristigkeit, Partikularinteressen, Aktivisten. Man muss zu allem bereit sein. Die Vinkulierung hat uns zu Beginn genützt, schliesslich wendete sie sich gegen uns und gegen Alliance Boots. Ohne Vinkulierung wiederum mussten wir aber bald feststellen, dass wir den Aktivisten und ihren Partikularinteressen ausgesetzt waren

Der operationelle Erfolg von Vifor ging weiter: In den Jahren 2017 bis 2019 stieg das operative Ergebnis (Ebitda) jeweils um 33, 35 und 38 Prozent. Die Zukunftsperspektiven waren ausgezeichnet, und wir hatten vor, mit einer Biotech-Firma zu fusionieren. Dies hätte uns ermöglicht, Ende 2019 eine Gesellschaft mit einem Wert von mehr als 20 Milliarden Franken zu werden, in der – eine wichtige Nuance – der Einfluss der Aktivisten gleichsam verdünnt, ja aufgelöst gewesen wäre.

Doch die Aktivisten opponierten und wollten die Gesellschaft verkaufen. Sie behaupteten, dank einer Prämie von 60 Prozent sofort 20 Milliarden Franken lösen zu können. Ich widersetzte mich diesem Plan und erklärte, dass Vifor keineswegs auf einen Verkauf vorbereitet sei, sondern

dass sie im Gegenteil eine Konsolidierung benötige. Diese könne dank den mit dem Deal angestrebten Synergien erreicht werden. Die Vifor-Galenica-Gruppe hatte eine sehr originelle Struktur; Deals und Konsolidierungsphasen lösten sich bei ständigem Wachstum ab. Ende 2019 war klar, dass sich nach einer solchen Entwicklung eine Konsolidierung aufdrängte.

Als ich mich entschied, zurückzutreten, und die aktivistischen Investoren darüber informierte, lag der Gesamtwert der Gesellschaft bei 12,5 Milliarden Franken. 18 Monate später wurde die Gesellschaft durch Verkaufsgerüchte destabilisiert, ihr Wert fiel auf unter 7 Milliarden Franken. Man muss sich bewusst sein, dass dies für die treuen Vifor-Aktionäre, die seit Beginn des Abenteuers (noch unter dem Namen Galenica) dabei waren, einer Revolution gleichkam. Nach 25 Jahren Stabilität und ausnahmslos zweistelligen Wachstumsraten wurde die Gesellschaft plötzlich von Aktivisten kontrolliert. Die Getreuen verliessen das Schiff nun rasch.

Nach grossen Wertverlusten wurde die Gesellschaft im Dezember 2021 an die CSL Gruppe verkauft – mit einem Mehrwert von 60 Prozent auf 7 Milliarden Franken – also für 10,6 Milliarden Franken. Dies war die Hälfte von dem, was die Aktivisten behauptet hatten, lösen zu können. Gut für CSL, schlecht für die anderen Aktionäre, für die Angestellten, für das unternehmerische Projekt. Aber «Mister Market» – die Börse – hat immer recht, auch wenn es schwer zu akzeptieren ist

#### Die NZZ-Story

Nun komme ich zu einer ganz anderen Geschichte in einem ganz anderen Markt: zum hochspannenden Abenteuer, an dem ich seit zehn Jahren in der Medienwelt, genauer bei der Neuen Zürcher Zeitung (NZZ), beteiligt bin. Im Jahr 2012 nahm die Führung der NZZ mit mir Kontakt auf, nachdem sie unseren Transformationsprozess bei Galenica beobachtet hatte. Obwohl ich keine Erfahrung in der Mediensparte hatte und Deutsch wie ein echter Welscher spreche, wurde mir seitens der NZZ – immerhin eine der bedeutendsten publizistischen und politischen Institutionen unseres Landes – ein immenses Vertrauen ausgesprochen.

Immens war aber auch die Herausforderung: Die ganze Presse war von Selbstzweifeln ergriffen, die besonders durch die immer weiter ausgreifende Digitalisierung ausgelöst wurden. Niemand wusste, was zu tun war. Dies war vor zehn Jahren. Wir machten bei der NZZ strategisch genau das Gegenteil von dem, was unsere Konkurrenten taten: Diese kauften alle möglichen Titel, um sie zu fusionieren, Journalisten zu entlassen, Redaktionen zu schliessen und Kosten zu sparen.

Wir haben in den Journalismus investiert, dem Flaggschiff NZZ Profil gegeben und uns für die digitale Transformation Zeit genommen. Wir haben zudem ein Startup-Unternehmen in Deutschland gegründet, das jetzt den grossen deutschen Zeitungen zusetzt. Und für unsere Regionalmedien ergriffen wir die Initiative für ein sehr erfolgreiches Joint Venture mit AZ-Medien, nämlich CH-Media.

Wären wir eine börsenkotierte Gesellschaft, wäre dies unmöglich gewesen. Der Markt hätte uns gezwungen, unsere Immobilien zu veräussern, hatten wir doch einen Immobilienbesitz im Zürcher Stadtzentrum, der mehr wert war als die Gesellschaft selbst. Dieser Immobilienbesitz garantiert letztlich die Unabhängigkeit der NZZ, und diese Unabhängigkeit ist der Schlüssel zum Erfolg der Zeitung. Die Vinkulierung soll gewährleisten, dass die NZZ nicht einzelnen Aktivisten ausgeliefert ist, sondern vom Willen eines breit gestreuten Aktionariats getragen wird. Dieses will grossmehrheitlich das Weiterbestehen der 1780 gegründeten Zeitung, die für das demokratische Leben unseres Landes essenziell ist, sicherstellen.

Der kurzfristig tickende Börsenmarkt hätte uns nicht die für diese grundlegende Transformation der Gesellschaft nötige Zeit gelassen, sondern uns gezwungen, das zu tun, was alle machen. Wäre dies eingetreten, wären wir wahrscheinlich nicht mehr hier. Einige Leute hätten einen Mehrwert eingestrichen, das Allgemeininteresse wäre der Verlierer gewesen.

Unsere Statuten sehen eine doppelte Vinkulierung vor: Einerseits kann pro Aktionär maximal ein Prozent des Aktienkapitals eingetragen werden, anderseits verriegeln politische Kautelen das System. Dank diesen Schutzmassnahmen, die von der Aktionärsversammlung vor einigen Jahren mit grossem Mehr bestätigt wurden, konnten wir die Gesellschaft entwickeln und umwandeln und sie gleichzeitig unternehmerisch auf ein Langzeitziel ausrichten. Dies erklärt ihren heutigen Erfolg: Trotz Medienkrise zählte die NZZ noch nie so viel Abonnenten wie heute, nämlich mehr als 200 000 – Tendenz steigend.

Doch die Beispiele Galenica und Vifor ermahnen uns, wachsam zu bleiben! Die wichtige und lebensrettende Vinkulierung führt zwangsläufig auch zu einem zu niedrigen Aktienwert – was die Gefahr für Spekulationen zusätzlich erhöht. Entscheidend für die langfristige Unabhängigkeit der

«Die Vinkulierung soll gewährleisten, dass die NZZ nicht einzelnen Aktivisten ausgeliefert ist, sondern vom Willen eines breit gestreuten Aktionariats getragen wird. Dieses will grossmehrheitlich das Weiterbestehen der 1780 gegründeten Zeitung, die für das demokratische Leben unseres Landes essenziell ist, sicherstellen.» NZZ sind somit starke Aktionäre und Verwaltungsräte, die sich kompromisslos mit den fundamentalen Werten des Unternehmens identifizieren.

#### Die Grundwerte respektieren

Ich ziehe aus diesen unternehmerischen Erfahrungen in Verwaltungsräten von kotierten oder privaten Unternehmen den Schluss, dass es einige Grundwerte gibt, die unter allen Umständen respektiert werden müssen, ungeachtet der Sachzwänge, die eine Börsenkotierung mit sich bringt.

Wie erwähnt konnten wir in einem Fall dank einem Börsengang die Interessenkonflikte unter den Galenica-Kunden und -Aktionären lösen; «Mister Market» liess jedoch mehrere unternehmerische Projekte sterben, mit denen langfristig Mehrwert hätte geschaffen werden können. In einem Fall war die Vinkulierung nützlich, in einem anderen Fall war sie Gift. Mit solchen Widersprüchen muss man leben. Meine Überzeugung ist es, dass man sich dabei an die Grundwerte halten und alles machen muss, damit das Aktionariat mit den langfristigen Interessen des Unternehmens konform geht – drei Punkte sind zentral:

1) Die strategischen und operationellen Massnahmen müssen langfristig ausgerichtet sein. Dies ist der einzige Weg, um solid einen Aufbau durchführen zu können. Es ist denn auch grundlegend ungesund, wenn die CEO von börsenkotierten Unternehmen allzu rasch wechseln, denn nur Kontinuität schafft wirklichen Mehrwert.

2) Vertrauen kann man nicht kaufen, sondern man muss es nach und nach erwerben. Trotz gewissen negativen und teilweise enttäuschenden Erfahrungen, die mich immer noch berühren, schenke ich den Menschen nach wie vor Vertrauen. Denn allein kommt man zu nichts und nirgendwohin.

3) Transparenz schafft Vertrauen. In allen Unternehmen, die ich all die Jahre präsidiert habe oder weiterhin präsidiere, wurden die Entscheidungen allesamt einstimmig gefällt – und dies immer mit sehr kompetenten Personen. Sich die Zeit zu nehmen, alle zu überzeugen, bedeutet, alle auftauchenden Bemerkungen, Einwände und Fragen ernst zu nehmen. Erst dies erlaubt es, die richtigen Antworten und die überzeugenden Lösungen zu finden oder ein schlechtes Projekt fallenzulassen. Dies ist ein ausgezeichnetes Mittel, die Erfolgschancen zu erhöhen. Das heisst aber nicht, Entscheide mit dem Ziel zu fällen, unbedingt einen Kompromiss zu erreichen. Nicht der Kompromiss an sich ist das Ziel, es geht vielmehr um die Einhelligkeit hinsichtlich des angestrebten unternehmerischen Ziels. Diese Unterscheidung ist grundlegend: Ein Entscheid muss immer ein unternehmerischer Entscheid sein.

Diese Schlüsselelemente sind so ziemlich genau das Gegenteil dessen, was die Best-Governance-Praktiken und auch das Gesetz den börsenkotierten Unternehmen aufzwingen. Sie beruhen auf: Misstrauen, Kontrolle, Geheimnistuerei.

Im bestehenden rechtlichen Umfeld, welches absolut respektiert werden muss, um Erfolg zu erzielen, muss man sich mit charakterlich einwandfreien Personen umgeben. Denn der wahre Charakter und die wirkliche Persönlichkeit kommen erst dann zum Vorschein, wenn das Unternehmen mit neuen Herausforderungen konfrontiert ist.

Man sollte alles daran setzen, die richtigen Aktionäre zu gewinnen, und das ist eine Knochenarbeit. Und schliesslich braucht man natürlich immer auch Glück – das Glück hat mich immer begleitet, Gott sei Dank!

Was gilt es also bei der Rekrutierung zu berücksichtigen? Statt Faktoren von «tick the box», wie sie in den Fragebögen von Glass Lewis, Ethos, ISS usw. zu finden sind (Alter, Geschlecht, Zahl der Mandate, Expertise, Herkunft, Diversity usw.), sollte man vielmehr auf Grundwerte wie Vertrauen, Transparenz, Charakter, langfristiges Denken, unternehmerisches Handeln (Entrepreneurship) bauen.

Ich bin überzeugt von dem, was ich gelernt habe. Als ich 2019/20 Galenica-Vifor verliess, kaufte ich zusammen mit Unternehmerfreunden OM Pharma, eine internationale Biotech-Gesellschaft mit Sitz in Genf, die nicht in der Strategie von Vifor Platz hatte. Unser Ziel ist es, von unseren Erfahrungen zu profitieren und dieses traditionelle Pharmaunternehmen in eine Biotech-Gesellschaft umzuwandeln, mit der Priorität einer langfristigen Entwicklung.

Falls wir den erhofften Erfolg haben – was niemand garantieren kann –, müssen wir vielleicht eines Tages an die Börse gehen, um uns zu finanzieren oder die Nachfolge zu regeln. Wir werden es in voller Kenntnis der damit verbundenen Chancen und Risiken tun. Aber entscheiden werden wir – nicht die Spekulanten, nicht aktivistische Investoren. Und es wird zum Wohl des Unternehmens und seiner Arbeitnehmer geschehen – mit einem Aktionärskern, der den Respekt für die unternehmerischen Grundwerte garantiert.

Und für die NZZ wünsche ich mir von ganzem Herzen, dass dieses wunderbare Unternehmen erhalten und geschützt bleibt. Es ist so wichtig für unser Land, für uns alle.

**Etienne Jornod** ist Präsident des Verwaltungsrats der NZZ. Der Text ist die gekürzte Fassung seines Vortrags beim Swiss Board Institute am IMD in Lausanne vom 29. September 2022.