

Werden die Aktionäre selbstbewusster?

Vor einer konfrontativen GV-Saison – Unterschiedlichste Akteure und Motivationen auf Aktionärsseite – «Stimmrechte haben einen wirtschaftlichen Wert»

ANDREAS MEIER

Gleich mehrere spannende Generalversammlungen stehen in den nächsten Wochen an: Georg Fischer am 23. März, Geberit am 19. April, Arbonia-Forster am 29. April und Actelion am 5. Mai. In allen Fällen ist der jeweilige Verwaltungsrat mit Opposition konfrontiert, wenn auch aus ganz verschiedenen Gründen und mit unterschiedlicher Motivation der Akteure (vgl. Kasten).

Undankbarer Job

Ist die Häufung von Aktionärsopposition Ausdruck dafür, dass die Anleger ihre Rechte aktiver einfordern? Peter Lehner von Saraselect, der die Opposition im Fall von Geberit anführt, sieht keinen Trend hin zu mehr Selbstbewusstsein der Aktionäre. «Opposition zu betreiben ist aufwendig, die meisten Anleger, auch die Profis, haben dazu nicht die Zeit und nicht das Fachwissen», sagt er. Die Beurteilung etwa eines Vergütungsberichts (Entlöhnungssystem von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat) werde immer komplexer, weil die Lohnkonstrukte für die Topetagen immer ausgeklügelter aufgebaut seien.

In der Tat ist Lehner seit Langem als Aktionärsstreiter aktiv und hat kaum Nachahmer gefunden – auch weil «meine Arbeit nicht immer Angenehmes mit sich bringt – und man nur selten gewinnt», wie er anmerkt. Seine Kritik an der obersten Unternehmensführung führe teils zu harschen Reaktionen.

Gemäss Lehner ist ein weiterer Grund für die Passivität gerade der institutionellen Anleger in der Gremienvielfalt der Pensionskassenorganisation zu suchen. Das führe zu einer «Verzettelung der Meinungsbildung», was der Entscheidungsfindung nicht zuträglich sei und das



Dem Unmut Ausdruck geben: An der GV von Novartis wurde der Vergütungsbericht von immerhin 38% der Aktienstimmen abgelehnt – ein Erfolg unter anderem für Ethos.

Schwimmen mit dem Strom, lies das Stimmen im Sinn des Verwaltungsrats begünstige.

Hier versucht die Anlagestiftung Ethos Abhilfe zu schaffen, indem sie institutionelle Anleger in der Wahrnehmung ihrer Rechte berät. Während Lehner situativ entsprechend seiner Portfoliopositionen (und seiner Zeitreserven) vorgeht, baut Ethos an einem systematischen Ansatz zur Ausübung der Aktionärsrechte. Ethos durchleuchtet gemäss Sprecher Vinzenz

Mathys die 120 grössten kotierten Schweizer Unternehmen nach aktionärsrelevanten Kriterien und bietet einen Stimmrecht an Ethos delegieren, die sie dann nach definierten Prinzipien ausübt.

Im Gegensatz zu Lehner ortet Mathys ein steigendes Interesse an der Durchsetzung von Aktionärsanliegen: «Die Institutionellen sind sich zunehmend bewusst, dass Stimmrechte einen wirtschaftlichen Wert haben.» Zudem deutet die Regu-

lierungsdiskussion in Richtung aktiver Stimmausübung. In der laufenden Aktienrechtsreform sei vorgesehen, dass Pensionskassen ihr Stimmrecht zwingend ausüben und darüber öffentlich Rechenschaft ablegen müssten.

Diskreter Dialog

Ethos hat neben den Aktionärsrechtsdiensten auch einen so genannten Engagement-Pool gegründet, der gemäss Mathys mit Unternehmen einen «diskreten» Dialog über Aktionärs- und Governance-Themen führt. Dieser Interessenpool ist vergangenes Jahr von 30 (Ende 2009) auf 62 (Ende 2010) Pensionskassen gewachsen. Je grösser der Pool, desto gewichtiger das Auftreten von Ethos gegenüber den angesprochenen Unternehmen.

Fortschritte in Sachen Aktionäreinfluss hat Ethos in der Thematik Managerentlohnung erzielt. Ethos hatte erst vor wenigen Jahren Konsultativabstimmungen über die Löhne des Top-Managements und des Verwaltungsrats gefordert («say on pay»). Waren es noch 2009 erst vier Gesellschaften, die solche Aktionärsbefragungen durchführten, haben sich dieses Jahr von 100 Unternehmen bereits 37 dafür entschieden.

An der GV von Novartis konnte Ethos zusammen mit ausländischen Stimmrechtsberatern dieses Jahr denn auch einen Achtungserfolg verbuchen. Die Aktionäre stimmten in einer Konsultativbefragung mit hohen 38% gegen den Vergütungsbericht des Verwaltungsrats und

folgten damit dem Ratschlag von Ethos. Ethos kommt gelegen, dass Pensionskassen sehr strukturiert arbeiten, was sich mit der Arbeitsweise von Ethos deckt. Die vorgebrachte Kritik spiegelt in der Regel den Stand der internationalen Diskussion um Aktionärsrechte. Als Institution hat sich Ethos mittlerweile einen Ruf erarbeitet, hinter dem sich entscheidungsschwache Pensionskassengremien bequem sammeln können. Wer sich dagegen mit dem Einzelkämpfer Lehner zusammmentut, muss eher die direkte Konfrontation mit den angeschlossenen Unternehmen fürchten. Lehner lobt die Arbeit von Ethos, bezeichnet deren Vorgehen aber als «manchmal etwas praxisfremd».

Begleiten, nicht ausnehmen

Zu den laufenden Auseinandersetzungen äussert sich die Ethos-Stiftung erst zu Georg Fischer: Sie unterstützt die beiden ersten Traktanden von Behr (Erhöhung Stimmrechtsgrenze, jährliche VR-Wahl).

Lehner wiederum kritisiert Elliott: «Das Vorgehen dieses Hedge Funds entspricht nicht unserer Art; wir sind Investoren, die ein Unternehmen mittel- bis langfristig begleiten.» Lehner engagiert sich mit seinem Fonds in florierenden, gut geführten Unternehmen und übt nur dann Kritik, wenn sich Dinge in die falsche Richtung bewegen. So wie jetzt im Fall von Geberit: «Geberit hatte in seiner langen Erfolgsgeschichte immer eine getrennte Führungsspitze; ich sehe nicht ein, wieso man das nun ändern sollte.»

Opposition gibt Aktionären Wahlmöglichkeiten

Der vom langjährigen Anlageprofi Peter Lehner geführte Anlagefonds Saraselect hat Widerstand gegen die Wahl von Albert Baehny zum Verwaltungsratspräsidenten von Geberit angekündigt. Nicht weil er die Qualifikation Baehny's anzweifelt, sondern weil dieser schon als CEO fungiert und Doppelmandate aus Gründen der guten Unternehmensführung unter Investoren immer mehr verpönt sind. Saraselect portiert stattdessen Rudolf Weber (noch-CEO von Kaba) als VR – und möglichen Präsidenten (vgl. Seite 19).

Im Fall von Arbonia-Forster steht Grossaktionär und VR-Präsident Edgar Oehler unter Beschuss. Auf Druck von Aktionären und Kreditgebern musste Oehler vor Jahresfrist schon die Stimmrechtsaktien abschaffen, die ihm zuvor eine Stimmenmehrheit gesichert hatten, und dann auch als CEO zurücktreten (letzten Dienstag

wurde sein Nachfolger in dieser Funktion präsentiert). Jetzt steht Oehler unter Druck wegen finanzieller Verquickung von Privatem und Geschäftlichem. Aus Investorenkreisen ist zu vernehmen, dass seine Position als Verwaltungsratspräsident an der GV auf den Prüfstand gehöre.

Der GV von Georg Fischer unterbreitet Grossaktionär Giorgio Behr (hält zwischen 5 und 10%) drei Traktanden, die vom VR abgelehnt werden: die Erhöhung der Stimmrechtsbegrenzung von derzeit 5 auf 10%, den jährlichen Wahlturnus der Verwaltungsräte (heute beträgt die Mandatsdauer vier Jahre) und die Amtszeitbegrenzung für Verwaltungsräte auf zwölf Jahre.

Bei Actelion ist die Konstellation eine andere; hier hat der erst im vergangenen Herbst eingestiegene angelsächsische Hedge Fund Elliott Advisors zu Opposition gegen Unternehmensmitgründer,

Verwaltungsrat und CEO Jean-Paul Clozel und gegen den VR-Präsidenten Robert Cawthorn aufgerufen. Er macht einerseits das Doppelmandat Clozels, andererseits aber auch unternehmensstrategische Gründe für das Aufbegehren geltend. Doch steckt dahinter vor allem die Absicht, Actelion in die Hände eines grossen Biotech- oder Pharmakonzerns zu zwingen, um so einen schnellen Gewinn realisieren zu können. Elliott engagierte sich in Actelion erst, als Übernahmeerüchte aufkamen, was zusätzlich auf Kurzfristabsichten hindeutet. Doch die vom Hedge Fund aufgebraachten Argumente – Risikoabschätzung der Unternehmensstrategie aus Sicht des Aktionärs – sind durchaus diskussionswürdig, auch wenn Elliott das Image eines opportunistischen, am längerfristigen Gedeihen eines Unternehmens nur wenig interessierten Investors anhaftet. AM