Entwicklungen und Werteinflüsse des „Shareholder Activism“

Bachelorarbeit

in

Corporate Finance

am

Institut für schweizerisches Bankwesen

der Universität Zürich

bei

PROF. DR. RUDOLF VOLKART

Verfasser: OLIVIER FRANSCELLA

Abgabedatum: 31. Juli 2007

EXECUTIVE SUMMARY

Problemstellung

Die in den letzten Jahren entstandene öffentliche Diskussion zu Themen wie „Unabhängigkeit von Verwaltungsräten“ und „Lohnpolitiken der Unternehmungen“ ist unter anderem eine Folge der Börsenüberhitzung der Neunzigerjahre. Zudem hat der Zusammenbruch von Unternehmen wie Enron oder SAir Group bei vielen Gesellschaften Corporate Governance-Defizite aufgedeckt und die Investoren dazu veranlasst sich allmählich von der „Wall-Street-Rule“ zu lösen, die den sicheren Verkauf der Aktie einer aktiven Interessensdurchsetzung vorzieht.
In den Vereinigten Staaten kennt man dieses Phänomen unter dem Namen „Shareholder Activism“ schon einiges länger als in Europa. Bereits in den frühen Dreissigerjahren haben vereinzelte Aktionäre versucht ihre Interessen durchzusetzen. Auch institutionelle Investoren haben schon relativ früh aktiven Einfluss auf die Unternehmensentscheide geltend gemacht und insbesondere öffentlich-rechtliche Pensionskassen, wie beispielsweise die kalifornische Pensionskasse CalPERS, spielen heute eine zentrale Rolle im amerikanischen „Shareholder-Activism-Theater“. In der Schweiz beschränkt sich der Aktionärsaktivismus auf institutionelle Aktionäre. Noch sind es hauptsächlich Hedgefonds und die Anlagestiftung Ethos, die vermehrt Druck auf die Schweizer Verwaltungsräte ausüben, dies allerdings mit einer schnell zunehmenden Frequenz.
Aufgrund dieses rasanten Wachstums und der Tatsache, dass die Anfänge des Investoren-Aktivismus in der Schweiz nicht weit zurückgehen, sind solche Angriffe oft noch undurchschaubar, beziehungsweise deren Hintergründe unklar. Dies und auch die zahlreichen gesetzlichen Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern erschweren die Analyse der Werteinflüsse des Shareholder Activism und machen ein umfangreiches sowie abschliessendes Urteil über die Auswirkungen solcher Praktiken nahezu unmöglich.

Vorgehen

Zur Veranschaulichung der mit dem Thema „Shareholder Activism“ in Verbindung stehender Faktoren und um eine Antwort auf die Frage, ob dieser Aktivismus Wert generierend oder vernichtend ist zu finden, gliedert sich diese Arbeit in drei Teile.
Im ersten Teil werden die praktischen Hintergründe des Aktionärsaktivismus diskutiert. Dies beinhaltet einerseits die Erläuterungen der grundlegenden Elemente, welche als Fundament für die gesamte Arbeit gelten, und andererseits einen Versuch, die in diesem Zusammenhang relevanten gesetzlichen Unterschiede zwischen Europa und den Vereinigten Staaten aufzuzeigen.
Der zweite Teil setzt sich mit den allgemeinen Hintergründen des Themas auseinander. Nebst einer Darstellung der historischen Entwicklung des Shareholder Activism werden die wichtigsten Untersuchungen der Auswirkungen aktiver Einflussnahmen zusammengefasst, um so

zur Beantwortung der Forschungsfrage beitragen zu können. Zudem werden Hedgefonds betrachtet, die Eigenheiten und Auswirkungen des so genannten „Hedge Fund Activism“ untersucht und mit dem herkömmlichen Aktivismus anderer institutioneller Investoren verglichen.
Der dritte Teil beinhaltet die Beschreibung einiger spannender Fälle von Aktionärsaktivismus in den USA und Europa. Dabei wird der Schweiz, besser gesagt den Schweizer Paradebeispielen in Sachen Shareholder Activism (Fall Ethos bei Novartis) und Hedge Fund Activism (Fall Laxey bei Saurer) ein besonderes Augenmerk geschenkt. Anhand dieser Fallbeschreibungen und den in diesem Zusammenhang geführten Interviews mit involvierten Personen wird versucht, einen positiven Beitrag zu dem in dieser Hinsicht unterentwickeltem Forschungsstand der Schweiz zu leisten.

Resultate

Die meisten in den USA durchgeführten Untersuchungen über die Auswirkungen von Shareholder Activism beschränken sich auf die Analyse des beliebtesten amerikanischen Einflussmittels, dem Shareholder Proposal. Zusammenfassend ergeben solche Beobachtungen, dass die schriftlichen Anträge grundsätzlich den kurzfristigen und langfristigen Aktienkurs sowie die operative Performance nicht positiv beeinflussen und dass diejenigen Proposals, welche von öffentlich-rechtlichen Pensionskassen verfasst wurden, sogar negativ mit dem Aktienkurs zusammenhängen. Der Grund für diese Ineffizienz ist die Tatsache, dass Shareholder Proposals vom Management nicht zwingend umgesetzt werden müssen, selbst wenn sie an der Generalversammlung die Mehrheit der Stimmen erlangt haben. Das Schweizer Äquivalent zum Shareholder Proposal, das Recht im Vorfeld der Generalversammlung eigene Traktanden festzulegen, ist trotz des Umsetzungszwangs nicht effizienter, da die Kapitalschwelle für dieses Recht in den meisten Fällen zu hoch liegt.
Wird in den USA ein Antrag vom Management tatsächlich umgesetzt, so wirkt sich dies positiv auf den Aktienkurs aus, verbessert die Governance-Strukturen oder stärkt die Aktionärsrechte. Für andere Einflussmittel, wie beispielsweise der Dialog mit den Führungskräften, die Publikation einer Liste mit den in Bezug auf die Performance schlechtesten Unternehmungen oder die Veröffentlichung einer Angelegenheit in den Medien, konnte in den meisten Beobachtungen ein überdurchschnittlicher Aktienkurs festgestellt werden.
Aus den Interviews ging hervor, dass in der Schweiz der Dialog mit dem Management das beliebteste Mittel zur aktiven Einflussnahme ist und, dass die Aktivisten die Medien nur in besonders hartnäckigen Fällen mit einbeziehen. Allerdings lässt sich manchmal, aufgrund der grossen Brisanz, eine öffentliche Austragung nicht verhindern. Weiter konnte anhand der Interviews ermittelt werden, dass die Methode mit den „Fokus-Listen“ in der Schweiz kaum vorstellbar wäre und, dass „interne Abhängigkeiten“ und „Lohnpolitiken“ die beliebtesten Themen sind. Eine unerfreuliche Erkenntnis, welche aus den Interviews hervorging ist, dass in der Schweiz die meisten Pensionskassen nach wie vor zu passiv sind, da den Stiftungsräten einerseits das nötige Wissen fehlt und sie sich andererseits dem ökonomischen Wert ihrer

Stimmrechte nicht bewusst sind. Den Schweizer Gesetzen wird in dieser Arbeit, entgegen anderer Meinungen, keine Schuld für die Passivität der Aktionäre zugewiesen.
Hedgefonds sind, im Gegensatz zu den anderen institutionellen Aktionären, sehr aktiv und setzen seit einigen Jahren, beziehungsweise seit dem Beginn des Aufwärtstrends der Aktienkurse, diverse Schweizer Verwaltungsräte unter Druck. Die Beleuchtung der Auseinandersetzung zwischen dem Schweizer Traditionsunternehmen Saurer und der britischen Fondbetreiberin Laxey Partners, beziehungsweise die in diesem Zusammenhang geführten Interviews haben gezeigt, dass solche Institutionen hauptsächlich gesunde, jedoch unterbewertete Unternehmen angreifen und in den meisten Fällen Restrukturierungen der Unternehmensspitze sowie Kapitalausschüttungen fordern. Es wird aber gezeigt, dass auch solche Einflussnahmen keine Verbesserung der operativen Performance mit sich ziehen und auch wurden keine überzeugenden Argumente gegen die Behauptung, dass Hedgefonds ihre Beteiligungen mit kurzfristigen Absichten kaufen, gefunden. Allerdings wurde in dieser Arbeit festgestellt, dass Hedge Fund Activism vermutlich keinen Wert vernichtet und somit der Wirtschaft nicht schadet.

Allgemeine Beurteilung

Dass sich in der Schweiz der Druck auf die Verwaltungsräte verstärkt, wird von den in dieser Arbeit interviewten Personen als erfreulich betrachtet, da man der Meinung sei, dass diese Entwicklung, wie sie in den USA schon seit längerem zu beobachten ist, auch der Schweiz gut tue. Doch obwohl man dem Shareholder Activism keine Wertvernichtung zuschreibt, äusserten sich die meisten Interviewpartner sehr zurückhaltend über die konkreten Auswirkungen einer aktiven Einflussnahme. Dies liegt vermutlich daran, dass es für eine objektive und vollumfängliche Beurteilung der Werteinflüsse des Shareholder Activism, welche alle involvierten Anspruchsgruppen berücksichtigt, noch zu früh ist. Auch gilt es den zunehmenden Hedge Fund Activism zu relativieren, da es sich dabei um eine Modeerscheinung handeln könnte, die bei einem erneuten Einbrechen der Kurse so schnell verschwinden wird, wie sie gekommen ist.