

## Aktionärsaktivisten

### Mit den Barbaren reiten

Die Hedge-Funds, die mit ihren Engagements Firmen zu Anpassungen treiben wollen, haben einen schlechten Ruf. Ihre Performance ist aber einwandfrei – Privatinvestoren können Trittbrett fahren.

Werner Grundlehner 3.9.2015



Privatinvestoren als Trittbrettfahrer: Ende Juni wurde eine Beteiligung von Cevian Capital an ABB mit 5,2% publik, wobei die Absicht des Fonds nicht bekannt ist. (Bild: Steffen Schmidt / Keystone)

Jetzt haben wir sie auch hier – die amerikanischen Verhältnisse. Zumindest was die Kampagnen von aktivistischen Aktionären betrifft. Diese Gruppen – meist sind es Hedge-Funds – erwerben einen kleinen Anteil eines Unternehmens und fordern Veränderungen. Die Zahl der Engagements ist gemäss der Unternehmensberatung Bain in den vergangenen fünfzehn Jahren um 34% jährlich gewachsen. Die Aktivisten verfolgen eigennützige Ziele, nämlich einen Kursanstieg an der Börse. Ist das erreicht, verabschieden sich die Fonds bald wieder. Die Strategie verzeichnet einen überdurchschnittlichen Erfolg: Gemäss Bain erzielen die Aktiven von «attackierten» Firmen im ersten Jahr eine um 1,5% bessere Rendite als der Markt. Wegen dieses Erfolgs haben die Mittel, die den Aktivisten zur Verfügung stehen, markant zugenommen. Der Privatanleger hat kaum Chancen, sich an solchen Hedge-Funds zu beteiligen. Allerdings steht es ihm frei, sich in angegriffenen Firmen zu engagieren.

#### Die USA sind abgegrast

Nachdem die Hedge-Funds in den USA jahrelang mit Erfolg unterwegs gewesen sind, ist der Markt grösstenteils abgegrast. Die sogenannten Shareholder-Activists suchen sich neue Ziele, und das sind vor allem die Aktienmärkte Europas. Gemäss einer Studie von JP Morgan konzentrierten sich fast 65% aller europäischen Kampagnen auf die Märkte England, Frankreich sowie die Schweiz. Die Aktivisten seien in der Schweiz angekommen, sagt denn auch Nick Bossart, CEO von JP Morgan Schweiz. Dabei hätten sie ihr Vorgehen geändert. Die Fonds wählten nicht immer den Weg über die Medien, um ihre Anliegen zu verbreiten. Es habe sich gezeigt, dass vermehrt ein Gespräch mit dem Management hinter verschlossenen Türen gesucht werde. Er gehe deshalb davon aus, dass die 100 Aktivisten-Kampagnen in Europa, die publik seien, nicht einmal die Hälfte aller Kampagnen ausmachten.

2015 haben in der Schweiz mehrere Vorstösse für Schlagzeilen gesorgt, Ende März engagierte sich RBR bei Gategroup und forderte Wechsel im Verwaltungsrat. Knight Vinke erneuerte Mitte April das Anliegen, die UBS solle das Investment Banking abspalten. Der Hedge-Fund Artisan Partners engagierte sich mit 5,5% bei Adecco mit dem Ziel, den CEO abzusetzen. Ende Juni wurde eine Beteiligung von Cevian Capital an ABB mit 5,2% publik, wobei die Absicht des Fonds nicht bekannt ist. Die Fälle von ABB und UBS zeigen, dass auch grosse Konzerne nicht mehr sicher vor Aktivisten sind. In den USA haben Aktivisten selbst Apple und Microsoft angegriffen. Sogar mit Beteiligungen von unter 1% lässt sich viel erreichen, wenn es gelingt, die Medien einzuspannen.

Aktivisten seien Aktionäre und weder gut noch schlecht, sondern disruptiv, hält Ronald Sauser von EY fest, es gebe sehr wohl positive Aspekte. Als klassischen Aktivisten in einem nicht klassischen Geschäftsfall bezeichnet Sauser den kleinen Fonds, der in der Holcim-Lafarge-Fusion ein besseres Umtauschverhältnis für die Holcim-Aktionäre gefordert und dies auch erreicht habe. Mit einem vorgängigen Leerverkauf von Lafarge und einem Engagement in Holcim habe er viel Geld verdient.

Unternehmen geraten etwa dann in den Fokus von Aktivisten, wenn ihre Aktienkursentwicklung hinter dem Markt zurückbleibt, wenn grosse Cash-Bestände ausgewiesen werden, oder wenn die Bewertung «nicht stimmt» – d. h. die Summe der Einzelteile mehr wert ist als der gegenwärtige Marktwert. Auch den «falschen» CEO zu haben, kann Aktivisten anlocken.

Das beste Abwehrdispositiv gegen ungewollte Aktivisten ist eine transparente Kommunikation und eine stete Eigenanalyse. So erkennt das Unternehmen die eigenen Schwachpunkte, die Aktivisten aufgreifen könnten, und kann reagieren. Zudem soll ein Unternehmen immer ein offenes Ohr für die traditionellen Aktionäre haben, damit diese nicht in Versuchung kommen, Aktivisten zu unterstützen. Wichtig ist zudem eine gute Guidance der Finanzmärkte, so dass es keine Überraschungen mit hohen Kursauschlägen gibt.

## **Management ist stets gefordert**

Das sei eine stete Aufgabe und erfordere von der Unternehmensleitung viel Zeit, sagt Sauser. Für die Abwehr ungeliebter Aktionäre steht dann hingegen wenig Zeit zur Verfügung, meist hat man für weitreichende Entscheide nur wenige Monate zur Verfügung. Im Vorteil sind da Unternehmen, die sich gewappnet haben. Jürg Stucker von Binder Corporate Finance arbeitet an Verteidigungskonzepten. Einzelne Kunden hätten den Eindruck, dass sie bald das Ziel eines Übernahmeversuchs werden könnten. Wenn es einmal so weit sei, habe man meist zu wenig Zeit, eine Strategie zu definieren. Das heisse aber nicht, dass man die Anliegen eines Aktivisten oder Käufers a priori ablehne, so Stucker. Man wolle aber «Nein» sagen können, falls die Ansprüche unerfüllbar seien oder der Preis nicht angemessen.

Stucker hat jüngst keine Zunahme der Mandate zur Abwehr von aktivistischen Investoren oder Käufern festgestellt. Er sehe einfach, dass das Beteiligungsvehikel Veraison in der Schweiz sehr aktiv sei, beispielsweise bei Goldbach, Komax, Orell Füssli und Mikron. Der Fonds sieht sich aber eher als Ankerinvestor denn als Aktivist und will zwischen 5% und 20% an einer Firma halten. Es ist natürlich möglich, dass so Aktivisten auf «unterbewertete» Unternehmen aufmerksam werden.

Nick Bossart betont, dass die Aktivisten einen grossen Aufwand für die Analyse des Unternehmens und die Erarbeitung eines ausgefeilten Kampagnen-Drehbuchs aufwendeten. Deshalb sei es naiv zu glauben, dass die Hedge-Funds nach kurzer Zeit aufgäben, wenn sich das Unternehmen ablehnend zeige. Dafür ist der Einsatz zu gross.