RECHTSANWÄLTE

SCHELLENBERG WITTMER

DEZEMBER 2017

Newsletter

Autoren:
Martin Weber
Karin Hofstetter

CORPORATE / MERGERS & ACQUISITIONS

Aktionärsaktivismus in der Schweiz – Aktuelle Entwicklungen

Aktionärsaktivismus (*Shareholder Activism*) hat in den letzten Jahren weltweit markant an Einfluss auf die Geschicke von Publikumsgesellschaften gewonnen. Dieser Trend macht vor der Schweiz nicht halt. So verzeichneten wir im Jahr 2017 in der Schweiz den bisherigen Höhepunkt einer überaus regen Tätigkeit von *Shareholder Activists* mit einigen prominenten und – aus Aktivisten-Sicht – durchaus erfolgreichen Fällen.

1 VERMEHRTER AKTIONÄRSAKTIVISMUS IN DER SCHWEIZ

Ausgehend von den USA ist *Shareholder Activism* und insbesondere der *Hedge Fund Activism* seit der Finanzkrise weltweit - und zunehmend auch in Europa - im Aufwind. Dieser **globale Trend** macht inzwischen auch vor der Schweiz nicht halt. Nach prominenten Fällen wie dem gescheiterten Versuch von Elliott Advisors im Jahr 2011, die Kontrolle über den Verwaltungsrat von Actelion zu übernehmen, oder dem erfolgreichen *proxy fight* zwischen Carl Icahn und der damals noch an der SIX Swiss Exchange kotierten Transocean Ltd. im Jahr 2013, sowie weiteren vereinzelten Fällen in den vergangenen Jahren, verzeichneten wir namentlich im Jahr 2017 einen **bisherigen Höhepunkt** an *Economic* bzw. *Hedge Fund Activism* in Bezug auf schweizerische Publikumsgesellschaften.

Treiber dieser Entwicklung sind vor allem die überdurchschnittlich hohen Renditen von *Activist Hedge Funds*, die deutlich über den Renditen von *Hedge Funds* im Allgemeinen liegen. Zu den typischen Merkmalen des ***Hedge Fund Activism*** vgl. unseren Newsletter von Mai 2014, Ziffer 2.3.

2 AKTUELLE SCHWEIZER HEDGE FUND ACTIVIST FÄLLE IM JAHR 2017

2.1 GAM

Zu Beginn des Jahres 2017 kaufte der Schweizerische Aktionärsaktivist Rudolf Bohli durch seinen *Hedge Fund* **RBR Strategic Value** 3.3 Prozent des Aktienkapitals des Schweizerischen Vermögensverwalters **GAM Holding AG** und übte scharfe Kritik an der Vergütung des Managements. An der Generalversammlung vom 26. April 2017 blitzte Bohli jedoch mit seinen Zielen, den **Verwaltungs-**

rat mit drei seiner Wunschkandidaten neu zu besetzen, einen **Vergütungsausschuss** einzuführen und die **Gruppenstruktur** des Vermögensverwalters **zu vereinfachen**, ab. Immerhin konnte der aktivistische Aktionär einen Achtungserfolg erzielen: die Generalversammlung lehnte die variable Vergütung für die Geschäftsleitung und den Vergütungsbericht des Verwaltungsrates ab (vgl. dazu unten, Ziffer 4).

Ende Juni 2017 verkaufte RBR Strategic Value ihre GAM-Beteiligung mit Gewinn. Im Nachgang zum aktivistischen Wirken von Rudolf Bohli setzte das Unternehmen einen Chief Restructuring Officer ein; zudem wurden die Vergütungsanreize der Geschäftsleitung einer näheren Prüfung unterzogen.

Hedge Fund Activism in der Schweiz 2017

SCHELLENBERG WITTMER

Unternehmen	Aktivist	%-Anteil*	Kampagnen-Typ
GAM	RBR	3.3 %	Vergütungspolitik, Restrukturierungen
ABB	Cevian Capital	5.3 %	Shareholder Value, Entsendung neuer VR-Mitglieder
CLARIANT	WHITE TALE	20 %	Verhinderung der Fusion mit Huntsman
Nestlé	THIRD POINT	~ 1.3 %	Geschäftsausrichtung, Aktienrückkauf, Spin-Off
CREDIT SUISSE	RBR	~ 0.3 %	Aufspaltung in unabhängige Bankinstitute

* Anteil am jeweiligen Meldedatum

Bedeutende Hedge Fund Activism Fälle in zeitlich aufsteigender Reihenfolge von Januar bis November 2017

2.2 CLARIANT

Auch das Schweizer Chemieunternehmen **Clariant** geriet 2017 ins Visier von *Hedge Fund* Aktivisten. Nach Bekanntgabe der beabsichtigten Fusion von Clariant mit Huntsman im Mai 2017 erhöhte **White Tale** (eine eigens zu diesem Zweck gebildete Investmentpartnerschaft des aktivistischen US-*Hedge Funds* **Corvex** und der zum US-Bauzulieferer **Standard Industries** gehörenden Investmentgesellschaft **40 North**) ihre ursprüngliche Aktienbeteiligung von weniger als 3 Prozent an Clariant innerhalb von rund vier Monaten schrittweise auf über 20 Prozent.

Dies geschah mit der Absicht, den **beabsichtigten Zusammenschluss von Clariant mit Huntsman** zu verhindern, welcher bei Clariant eine Kapitalerhöhung und damit die Zustimmung von zwei Dritteln der an der geplanten Generalversammlung vertretenen Stimmen benötigt hätte. White Tale erachtete den beabsichtigten Zusammenschluss als wertvernichtend, da Clariant in der von den Parteien abgeschlossenen Fusionsvereinbarung zu niedrig bewertet worden sei; zudem fehle der Fusion die strategische Logik und würde Clariant dadurch in ihrer Geschäftsentwicklung negativ beeinträchtigt werden.

Kurz nachdem White Tale das Überschreiten des Grenzwertes von 20 Prozent am Aktienkapital der Clariant offengelegt hatte, **beendigten die Fusionspartner ihren Fusionsvertrag** im gegenseitigen Einvernehmen; dies, nachdem aufgrund des von White Tale aufgebauten Stimmenblocks von über 20 Prozent absehbar wurde, dass sich die erforderliche Zweidrittelmehrheit an der geplanten ausserordentlichen Generalversammlung der Clariant realistischer Weise nicht mehr erreichen liess.

Nach der erfolgten Absage der beabsichtigten Fusion mit Huntsman **verlagerte sich der Druck** von White Tale auf die Forderung an Clariant, sämtliche Optionen für eine strategische Neuausrichtung der Gesellschaft, einschliesslich des erwägten Verkaufs der *Plastics and Coatings Division*, zu prüfen und die Wahl von White Tale Vertretern in den Clariant-Verwaltungsrat zu unterstützen.

2.3 NESTLE

Daniel Loeb und sein *Hedge Fund* **Third Point**, welcher über eine Minderheitsbeteiligung von etwas mehr als ein Prozent des Aktienkapitals der **Nestlé AG** verfügte, wandte sich am 25. Juni 2017 mittels eines offenen Briefes an die Aktionäre der Nestlé und legte darin seine Forderungen nach einer **Erhöhung der Produktivität** durch Einführung von konkreten Margenzielen, der Lancierung eines **Aktienrückkaufprogramms** unter gleichzeitiger **Erhöhung des Nettoverschuldungsgrades** sowie dem **Verkauf von nicht zum Kerngeschäft zählenden Geschäftsbereichen**, wie namentlich der 23 Prozent-Beteiligung von Nestlé an L'Oréal, dar.

Unmittelbar nach Publikation des offenen Briefes von Third Point gab die Geschäftsleitung von Nestlé am 27. Juni 2017 bekannt, das künftige Wertschöpfungsmodell auf Grundlage eines profitablen und selektiven Wachstums verbessern und damit die Marge steigern zu wollen, sowie selektive Devestitionen vorzunehmen. Zudem wurde die umgehende Lancierung eines Aktienrückkaufprogramms im Umfang von insgesamt CHF 20 Mrd. bekannt gegeben und die künftige Erhöhung des Nettoverschuldungsgrades von Nestlé in Aussicht gestellt.

> "Der globale Trend *Hedge Fund Activism* macht auch vor der Schweiz nicht halt."

Seit dieser Ankündigung von Nestlé konnten den Medien keine weiteren Neuigkeiten über das weitere Verhalten von Third Point bei Nestlé mehr entnommen werden. Es darf jedoch davon ausgegangen werden, dass der *Hedge Fund* weiterhin in einem regelmässigen Dialog und Austausch mit dem Unternehmen steht.

2.4 CREDIT SUISSE

Die **Credit Suisse AG** wurde dieses Jahr gleich zwei Mal Ziel einer aktivistischen Initiative (vgl. dazu auch unten, Ziffer 3.1).

Der jüngste aktivistische Vorstoss stammt von Mitte Oktober, als der *Hedge Fund* **RBR Strategic Value** des Schweizer Investors Rudolf Bohli die **Aufgabe der Universalbank** und die Aufspaltung der Credit Suisse AG in drei Teile forderte: eine Investmentbank, einen Asset-Manager und einen Vermögensverwalter. Gemäss Bohli könne durch die Unterteilung der Bank in drei Geschäftsbereiche eine Verdoppelung der derzeitigen Bewertung der Bank erreicht werden.

Bohlis *Hedge Fund* hielt laut eigenen Angaben einen Anteil zwischen 0,2 und 0,3 Prozent am Aktienkapital der Credit Suisse. Obwohl Bohlis Pläne eine grosse Medienpräsenz erhielten, wurde deren **Umsetzung angezweifelt**. So liess der grösste Aktionär der Credit Suisse, die Fondsgesell-

schaft Harris Associates L.P., verlauten, dass sie den Plan von RBR ablehne. Ob Bohlis *Hedge Fund* weitere Grossinvestoren auf seine Seite ziehen kann, um seine Pläne umzusetzen, wird sich in den kommenden Wochen und Monaten zeigen. Immerhin ergab sich für Bohli ein kurzfristiger Erfolg: nach Bekanntgabe seiner Pläne stieg der Aktienkurs der Credit Suisse um ca. 1.9 Prozent.

3 AKTUELLE SCHWEIZER SOCIAL POLICY ACTIVISM FÄLLE

Nebst den genannten klassischen *Hedge Fund* bzw. *Economic Activism* Fällen verzeichneten wir im Jahr 2017 in der Schweiz auch zwei typische Anwendungsfälle von ***Social Policy Activism*** (vgl. dazu unseren Newsletter von Mai 2014, Ziffer 2.2).

3.1 CREDIT SUISSE

Anlässlich der ordentlichen Generalversammlung der **Credit Suisse AG** vom 28. April 2017 verlangten mehrere aktivistische Kleinaktionäre sowie unabhängige Stimmrechtsberater sowie Greenpeace-Aktivisten die **Abwahl des VR-Präsidenten aus gesellschaftspolitischen Gründen**. Dem VR-Präsidenten wurde eine nicht nachhaltige Unternehmensführung sowie die Beteiligung der Credit Suisse an der Finanzierung der North Dakota Access Pipeline vorgeworfen, welche im US-Bundesstaat North Dakota durch heilige Stätten der Standing Rock Sioux Indianer verlaufen soll.

Trotz dieser Kritik wurden sowohl der VR-Präsident sowie alle übrigen Mitglieder des Verwaltungsrates der Credit Suisse **für ein weiteres Jahr bestätigt**. Zudem wurde der Geschäftsleitung und dem Verwaltungsrat mit 88.53 Prozent der Aktionärsstimmen die **Décharge erteilt**.

> "*Shareholder Activism* wird auch in Zukunft potenziell jede schweizerische Publikumsgesellschaft jeglicher Ausrichtung und Grösse treffen."

3.2 LAFARGEHOLCIM

Verschiedene Aktionäre – unterstützt durch die Stimmrechtsberater Ethos und Actares – forderten an der ordentlichen Generalversammlung der **LafargeHolcim Ltd.** vom 3. Mai 2017 die **Ablehnung des Vergütungsberichts** sowie die **Verweigerung der Entlastung** der Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung. Begründet wurde dies unter anderem mit der sogenannten Syrien-Affäre (der Konzern soll Schutzgelder an örtlich ansässige ISS Terrorismusgruppen entrichtet haben). An der Generalversammlung im Frühling 2017 erteilten die Aktionäre dem Verwaltungsrat und der Geschäftsführung die Décharge mit einer ungewöhnlich **tiefen Zustimmungsrate** von bloss 61 Prozent der Stimmen; die Wiederwahl sämtlicher Verwaltungsratsmitglieder erfolgte demgegenüber mit einer Zustimmungsrate von mehr als 90 Prozent der Aktionärsstimmen.

4 AKTUELLE SCHWEIZER CORPORATE GOVERNANCE ACTIVISM FÄLLE

Im Jahr 2017 ging es an den ordentlichen Generalversammlungen von Schweizer Publikumsgesellschaften auch in Sachen *Corporate Governance* aktivistisch zu und her (zum ***Governance Activism*** vgl. unseren Newsletter von Mai 2014, Ziffer 2.1).

Governance Activism in der Schweiz 2017

SCHELLENBERG WITTMER

Gesellschaft	Abstimmungsresultate betr. Vergütung	
+GF+ Georg Fischer	• Vergütung für VR angenommen:	97%
	• Vergütung für GL angenommen:	96%
	• Vergütungsbericht abgelehnt:	(55%)
GAM	• Vergütung für VR angenommen:	56%
	• Var. Vergütung für GL abgelehnt:	(93%)
	• Vergütungsbericht abgelehnt:	(82%)
Credit Suisse	• Vergütung für VR angenommen:	73%
	• Vergütung für GL angenommen:	60-82%
	• Vergütungsbericht angenommen:	58%
ABB	• Vergütung für VR angenommen:	98%
	• Vergütung für GL angenommen:	62%
	• Vergütungsbericht angenommen:	59%

Quelle: HCM AGM Report 2017

Abstimmungsresultate betreffend Vergütung an den Generalversammlungen ausgewählter Schweizer Unternehmen unter Beschuss

Zwar liegen die **Zustimmungsraten zu *Governance* Fragen** – trotz teilweise hitziger Debatten namentlich im Bereich Managementvergütungen – in der Regel nach wie vor um oder über 90 Prozent der an der jeweiligen Generalversammlung vertretenen Stimmen. Jedoch weisen die Resultate bei einzelnen Publikumsgesellschaften zunehmend eine höhere Streuung auf; zudem sind Voraussagen über das Abstimmungsergebnis, insbesondere bei der konsultativen Abstimmung über den Vergütungsbericht, deutlich unsicherer geworden.

Wie sich der obigen Übersicht über die prominenteren *Governance Activism*-Fälle des Jahres 2017 entnehmen lässt, wurde sowohl bei Georg Fischer AG wie auch bei GAM die **konsultative Abstimmung über den Vergütungsbericht** von der Generalversammlung **abgelehnt**. Bei der Credit Suisse AG und auch bei der ABB Asea Brown Boveri AG waren die Zustimmungsquoten der Generalversammlung zum Vergütungsbericht im Vergleich zu den Vorjahren unterdurchschnittlich. So genehmigten die Aktionäre der Credit Suisse die der Konzernleitung retrospektiv zugeteilten Boni für das vergangene Geschäftsjahr mit einem Ja-Anteil von lediglich 59,6 Prozent. Zudem lehnte erstmals eine ordentliche Generalversammlung (bei GAM) den Antrag des Verwaltungsrates zu einer bindenden Abstimmung über die variable Vergütung der Geschäftsleitung ab.

5 FAZIT UND AUSBLICK

Ob man ihn mag oder nicht – *Shareholder Activism* ist nicht nur ein vorübergehendes Phänomen, sondern kann und wird auch in den kommenden Jahren potenziell **jede schweizerische Publikumsgesellschaft** jeglicher Ausrichtung und Grösse treffen und von einem Tag auf den anderen unverhofft ins Rampenlicht der Medien stellen. So verschiebt sich das Vorgehen der Aktivisten vermehrt von einem "Agieren im Hintergrund" zu einem immer publikumswirksameren Wirken im Spotlight der Medien.

Auch wenn nicht alle aktivistischen Vorstösse schlussendlich zu greifbaren Effekten führen, ist ihnen die Aufmerksamkeit der Medien und einer immer breiteren Öffentlichkeit gewiss. Dem *Shareholder Activism* können gerade im

Hinblick auf den *Governance* und *Social Policy Activism* durchaus positive Auswirkungen auf die gesellschafts- und sozialpolitische Verantwortung einer Publikumsgesellschaft zugeschrieben werden. Die Stimmen, welche die (*Hedge Fund*-) Aktivisten pauschal als pflichtenlose Investoren bezeichnen, welche unsere heimische Wirtschaft attackieren und auf kurzfristige Gewinnmaximierung fokussiert sind, greifen oftmals zu kurz. Zu divers sind die Ziele und Handlungsmethoden der Aktivisten, sowie die Auswirkungen auf die betroffenen Gesellschaften.

In einem **zunehmend aktivistischen Wirtschaftsumfeld** sind Schweizer Publikumsgesellschaften gut beraten, allzeit gegen mögliche Initiativen von *shareholder activists* gewappnet zu sein und sich präventiv bereits vor einer aktivistischen Initiative über mögliche Abwehrdispositive Gedanken zu machen.

Kontakte

Der Inhalt dieses Newsletter stellt keine Rechts- oder Steuerauskunft dar und darf nicht als solche verwendet werden. Sollten Sie eine auf Ihre persönlichen Umstände bezogene Beratung wünschen, wenden Sie sich bitte an Ihre Kontaktperson bei Schellenberg Wittmer oder an eine der folgenden Personen:

In Zürich:

Lorenzo Olgiati

Partner
lorenzo.olgiati@swlegal.ch

Martin Weber

Partner
martin.weber@swlegal.ch

In Genf:

Jean Jacques Ah Choon

Partner
jean-jaques.ahchoon@swlegal.ch

Tarek Houdrouge

Partner
tarek.houdrouge@swlegal.ch

SCHELLENBERG WITTMER AG / Rechtsanwälte

ZÜRICH / Löwenstrasse 19 / Postfach 2201 / 8021 Zürich / Schweiz / T +41 44 215 5252

GENF / 15bis, rue des Alpes / Postfach 2088 / 1211 Genf 1 / Schweiz / T +41 22 707 8000

SINGAPUR / Schellenberg Wittmer Pte Ltd / 6 Battery Road, #37-02 / Singapur 049909 / www.swlegal.sg

www.swlegal.ch

Dieser Newsletter ist auf unserer Website www.swlegal.ch auf Deutsch, Englisch und Französisch verfügbar.