

Ein unterschätzter Geheimpakt

SCHWEIZ Aktionärsbindungsverträge können für Stabilität sorgen, bergen aber auch Risiken für die übrigen Anleger. Über die Inhalte ist kaum etwas bekannt.

CLAUDIA LANZ-CARL

Anleger in Roche, Swatch Group, Vontobel und Alpiq haben etwas gemeinsam: Grosse Aktionäre dieser Unternehmen haben einen Vertrag geschlossen, mit dem sie ihr Handeln koordinieren. Wenn überhaupt, sind nur Eckdaten darüber bekannt. Denn gesetzlich besteht keine Pflicht, die anderen Investoren über die Inhalte sogenannter Aktionärsbindungsverträge zu informieren. Dabei sollten Anleger die Bedeutung eines solchen Paktes nicht unterschätzen.

Aktionärsbindungsverträge kommen häufig bei Unternehmen vor, die sich noch zum Teil in Familienbesitz befinden. Es gibt aber auch andere Konstellationen. «Eine Aktionärsgruppe, die sich organisieren will, kommt um einen Aktionärsbindungsvertrag kaum herum», sagt Wirtschaftsanwalt Rolf Watter von der Kanzlei Bär & Karrer. Watter sitzt in mehreren Verwaltungsräten, unter anderem bei Arysza, und ist Mitglied des Regulatory Board der SIX Swiss Exchange. Er schätzt, dass für mehr als die Hälfte der hundert grössten kotierten Gesellschaften ein Aktionärsbindungsvertrag besteht.

Häufig verständigen sich die Vertragspartner auf das Stimmverhalten an der Generalversammlung und vereinbaren Vorkaufsrechte für Aktienpakete. Abmachungen über die Gewinnverwendung sind keine Seltenheit. Ebenso Konventionalstrafen bei Vertragsverletzungen. Ein ausführlicher Vertrag kann problemlos 20 bis 30 Seiten umfassen, ohne Anhänge.

Wenig Transparenz

Weil namhafte Beteiligungen an Unternehmen bzw. eine Veränderung in einer Aktionärsgruppe der Offenlegungsstelle der SIX Swiss Exchange gemeldet werden müssen, ist die Tatsache, dass ein Aktionärsbindungsvertrag besteht, vielfach bekannt (vgl. Kasten rechts). Die Transparenz der Unternehmen über das Thema variiert aber stark (vgl. Texte unten).

Im Fall des Liftherstellers Schindler hat Verwaltungsratspräsident Alfred N. Schindler vor kurzem im Zuge der Nachfolgeplanung über das Vertragswerk gesprochen (vgl. www.fuw.ch/080217-2). Die



Ein Gleichklang der Interessen von Aktionärsgruppe und Unternehmen ist zentral.

Familien Bonnard und Schindler kontrollieren 71% der Stimmen und 44% des Kapitals. Alle Angehörigen, derzeit 31, sind automatisch Mitglied des Aktionärsbindungsvertrags. Will jemand seine Valoren veräussern, haben die anderen Mitglieder ein Vorkaufsrecht.

Aktionärsbindungsverträge sind ein zweischneidiges Schwert. Existiert ein solcher Pakt, kann das Vorteile bringen. «Minderheitsaktionäre profitieren indirekt, weil ein Aktionärsbindungsvertrag dem Aktionariat eine gewisse Stabilität verleiht», sagt Peter Forstmoser, Em. Professor für Privat-, Handels- und Kapitalmarktrecht an der Universität Zürich. Er ist Autor eines juristischen Standardwerks zu diesem Thema. Auch könnten sich mehrere kleinere Investoren via Vertrag zusammenschliessen und ein Gegengewicht zu einem Grossaktionär bilden. Das würde auch nicht-beteiligten Minderheitsaktionären nutzen, so Forstmoser.

Ähnlich argumentieren andere Corporate-Governance-Experten sowie Investoren. «Durch einen Aktionärsbindungsvertrag sinken die Risiken, dass sich das Unternehmen aufgrund einer neuen Aktionärskonstellation schnell verändert», sagt Christophe Volonté, Head Corporate Governance bei Inrate und verantwortlich für die Aktionärsdienstleistung zRating. Denn Unsicherheiten könnten den Aktienkurs belasten. Wichtig sei, dass die Grossaktionärsinteressen mit denjenigen der Gesellschaft in Einklang stünden, findet Marc Possa, Manager des Fonds Sara-Select. «Das Schlimmste für ein Unternehmen ist Instabilität», sagt Possa.

Doch es gibt auch eine ganze Reihe möglicher Nachteile. Etwa dann, wenn sich eine Konstellation im Aktionariat zementiert und sich das Unternehmen anders besser entwickeln könnte. Oder wenn die Vereinbarungen des Aktionärsbindungsvertrags nicht mit den Interessen der Gesellschaft und den übrigen Investoren übereinstimmen, was die Besetzung von Ämtern und die Ausschüttungspolitik angeht. Das wäre der Fall, wenn ein Verwaltungsrat keine unabhängigen Mitglieder aufweist oder das Unternehmen zu viel ausschüttet und zu wenig investiert.

«Der liquide, für den Börsenhandel verfügbare Teil der Aktien eines Unterneh-

mens wird zudem durch einen Aktionärsbindungsvertrag eingeschränkt», sagt Forstmoser von der Kanzlei Niederer Kraft & Frey. So könne der Streubesitz auf dem Papier zwar 45% betragen, faktisch aber nur 10%, weil 35% der Valoren wegen der Vereinbarung nicht gehandelt werden dürften. «Das stellt für die übrigen Investoren einen gewissen Nachteil dar, weil es zu übermässigen Ausschlägen aufgrund kleiner Handelsvolumen kommen kann.»

Besser proaktiv informieren

Was genau im Vertrag steht, dazu schweigen Unternehmen und Aktionäre. Eine Pflicht zur Offenlegung der Inhalte gibt es nicht, nur in Ausnahmefällen wie Gerichtsverfahren. Sind sich die Vertragsparteien uneinig, kann es aber weitreichende Folgen haben. Die Anleger des Stahlherstellers Schmolz + Bickenbach haben das erlebt. Ein Streit um die Gültigkeit des Vetorechts im Aktionärsbindungsvertrag wurde vor Gericht ausgetragen und bestimmte 2013 den Ausgang der ausserordentlichen Generalversammlung.

Fondsmanager Marc Possa zeigt sich dennoch zuversichtlich, dass sich ein Anleger in der Regel über die Inhalte eines solchen Vertrags informieren könne. So biete zum Beispiel die Generalversammlung die Möglichkeit zum Gespräch mit den Verwaltungsräten und Co-Aktionären. «Der Investor könnte sich auch an das Sekretariat des Gremiums wenden.»

Doch proaktiv informieren, wie es einige Unternehmen tun, ist die bessere Alternative. «Wenn eine Aktionärsgruppe eine Gesellschaft über einen Aktionärsbindungsvertrag dominiert, ist es aus Gründen der Transparenz und Corporate Governance wünschenswert, die Grundzüge der Vereinbarung offenzulegen», sagt Peter Forstmoser. Auch aus Sicht des Inrate-Experten Christophe Volonté ist es «sinnvoll, wenn genauere Angaben über den Aktionärsbindungsvertrag gemacht werden, auch um Spekulationen und Unsicherheiten zu verhindern».

Weitere Unternehmen, deren Investoren auf Aktionärsbindungsverträge setzen: www.fuw.ch/080217-3



Relevant für Börse und Behörde

Welche Investoren sich via Aktionärsbindungsvertrag zusammengeschlossen haben, ist im Internet nicht vollständig dokumentiert. Grund ist, dass die elektronische Meldedeckung der SIX Swiss Exchange solche Angaben erst seit knapp zehn Jahren erfasst.

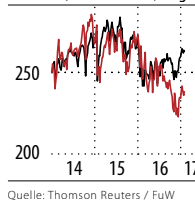
Eine Pflicht der Aktionäre, eine massgebliche Beteiligung zu melden, ergibt sich aus dem Offenlegungsrecht. Früher war das Börsengesetz (BEHG) plus Verordnung massgeblich, seit 2016 das Finanzmarktinfrastrukturgesetz (Finfrag) plus Verordnung. Wer die Grenzwerte von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33%, 50 oder 66% erreicht, unter- oder überschreitet, muss dies dem Unternehmen und der Börse melden. In einem Formular der SIX sollen die Investoren die Art der Absprache nennen, der Aktionärsbindungsver-

trag ist eine Option. Die Vereinbarung selbst müssen sie nicht vorlegen. «Die Offenlegungsstelle überprüft Meldungen darauf, ob die Pflichtangaben gemacht wurden. Es gibt Fälle, in denen wir nachhaken müssen», sagt Matthias Berger, stellvertretender Leiter der Offenlegungsstelle.

Auch die Übernahmekommission beschäftigt sich mit Aktionärsbindungsverträgen. Sie sind im Vorfeld von Fusionen und Übernahmen relevant. Vielfach ersuchen Gruppen auch nach Änderungen in der Zusammensetzung um die Feststellung, dass keine Angebotspflicht besteht. «Kein Unternehmen ist identisch, keine Absprache lässt sich vergleichen, es sind immer unterschiedliche Interessen im Spiel», bilanziert Rechtskonsultent Georg Gotschev.

Roche

— Roche GS
Kurs: 239.20 Fr.
— SPIX (SPI ohne Div.) ang.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Der Gründerfamilie von Roche reichen gut 9% des Eigenkapitals, um den Pharmakonzern zu kontrollieren. Das liegt daran, dass es nur 160 Mio. Aktien gibt, die ein Stimmrecht enthalten. Über die 700 Mio.

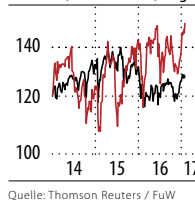
Genussscheine besteht nur Anspruch auf Dividende, aber kein Mitspracherecht.

Gut 45,1% der Inhaberraktien werden durch einen Pool von Familienmitgliedern kontrolliert, die sich über einen Aktionärsbindungsvertrag koordinieren: Dazu gehören Vera Michalski-Hoffmann, Maja Hoffmann, der Sprecher André Hoffmann, Andreas Oeri, Sabine Duschmalé-Oeri, Catherine Oeri sowie die beiden Vertreter der fünften Generation Jörg Duschmalé und Lukas Duschmalé. Mit im Pool sitzt seit 2011 auch die gemeinnützige Stiftung Wolf. 5,06% hält Maja Oeri, die 2011 aus dem Vertrag ausgetreten ist, aber mit dem Rest der Familien stimmt. Das Unternehmen gibt keine Informationen zu Struktur und Regelungen des Aktionärsbindungsvertrags. Es ist nur bekannt, dass er schon seit 1948 besteht. **KUE**

Aktionstatistik	
Bewertung	GS
Kurs am 7. Februar 2017, 11 Uhr, in Fr.	239.20
Rendite in % (per 2016)	3,4
KGW 2017	15
Kurs-Buchwert-Verhältnis	7,72
Börsenwert (in Mio. Fr.)	204.453
Angaben pro Titel in Fr.	
Gewinn 2016, geschätzt	14.53
Gewinn 2017, geschätzt	15.60
Dividende per 2016	8.20
Bedeutende Aktionäre: Nachkommen Gründerfamilie (50,1% der Stimmen), Novartis (33,3% der Stimmen)	

Dätwyler

— Dätwyler I
Kurs: 151.90 Fr.
— SPIX (SPI ohne Div.) ang.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Vergleichsweise transparent informiert der Industriekonzern: Peter und Max Dätwyler gründeten 1990 die Dätwyler Führungs AG, die Pema Holding und die Dätwyler Stiftung. **Das Ziel ist, die langfristige**

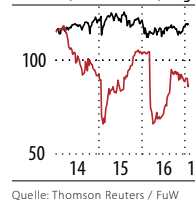
Selbständigkeit des Unternehmens zu sichern. Die Interessen von Stiftung und Führungsgesellschaft sind getrennt. Die gemeinnützige Stiftung verfügt über Vermögensrechte, die unternehmerische Aufgabe hat die Führungs AG. Diese hält 100% an der Pema Holding, wo 53% des Kapitals und 79% der Stimmrechte gebündelt sind.

Die Pema Holding wird vom Dätwyler-Verwaltungsrat (VR) treuhänderisch und ohne wirtschaftliche Berechtigung kontrolliert, über die Dätwyler Führungs AG. Ein Aktionärsbindungsvertrag stellt sicher, dass austretende VR Aktien der Dätwyler Führungs AG zum Nominalwert und ohne Gewinn weitergeben. Die VR haben keinen Anspruch auf Dividenden. Diese bleiben in der Pema Holding und können in die Dätwyler Holding reinvestiert werden. **AS**

Aktionstatistik	
Bewertung	Inh.
Kurs am 7. Februar 2017, 11 Uhr, in Fr.	151.90
Rendite in % (per 2016), geschätzt	1,6
KGW 2017	19
Kurs-Buchwert-Verhältnis	3,21
Börsenwert (in Mio. Fr.)	2582
Angaben pro Titel in Fr.	
Gewinn 2016, geschätzt	5.00
Gewinn 2017, geschätzt	8.10
Dividende per 2016, geschätzt	2.50
Bedeutende Aktionäre: VR-Mitglieder der Dätwyler Holding via Pema Holding (78,8% der Stimmen, 54,2% des Kapitals)	

Alpiq

— Alpiq N
Kurs: 84.65 Fr.
— SPIX (SPI ohne Div.) ang.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Nur wenig gibt der Stromkonzern Alpiq über den Aktionärsbindungsvertrag der grossen Investoren bekannt, mit Verweis auf Vertraulichkeitsbestimmungen in der Vereinbarung. Dabei kontrollieren die Westschweizer

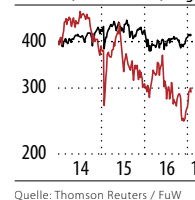
Branchennachbarin EOS, der französische Energiekonzern EDF und ein Konsortium aus regionalen Versorgern und öffentlicher Hand knapp 88% am Unternehmen.

Der Aktionärsbindungsvertrag entstand anlässlich der Gründung von Alpiq Anfang 2009. Das Unternehmen ist ein Zusammenschluss der Deutschschweizer Atel mit Assets von EOS und EDF, der Vertrag regelt die Zusammenführung. Auch Vorkaufsrechte der Konsortialpartner sind dort festgehalten. Die Besetzung des ungewöhnlich grossen Verwaltungsrats mit dreizehn Mitgliedern, in dem lediglich der Präsident Jens Alder als unabhängig anzusehen ist, ist sehr wahrscheinlich ebenfalls Gegenstand des Vertrags. Dass die Vereinbarung noch bis 2020 läuft, ist durch Aussagen eines Kantonsvertreters in der Presse bekannt geworden. **CC**

Aktionstatistik	
Bewertung	Na.
Kurs am 7. Februar 2017, 11 Uhr, in Fr.	84.65
Kurs-Buchwert-Verhältnis	0,66
Börsenwert (in Mio. Fr.)	2359
Angaben pro Titel in Fr.	
Verlust 2016, geschätzt	-1.65
Verlust 2017, geschätzt	-1.83
Dividende per 2016, geschätzt	0
Bedeutende Aktionäre: EOS Holding (31,4%), EDF Alpes Investissements (25%), Elektra Birseck (13,7%), Elektra BL (7,1%), Kanton Solothurn (5,6%), M. und R. Ebner via Anna Holding und BZ Bank (3,1%)	

Burckhardt C.

— Burckhardt N
Kurs: 291 Fr.
— SPIX (SPI ohne Div.) ang.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

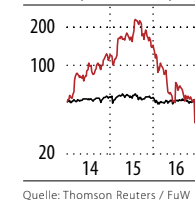
Hinter der grössten Aktionärsgruppe von Burckhardt Compression stehen weder Erben noch Finanzinteressen, sondern Macher. Sie besteht aus den fünf Mitgliedern der Geschäftsleitung, die 2002 den Kolben-

kompressorspezialisten im Rahmen eines Management Buyout (MBO) von Sulzer gekauft hatten, zusammen mit dem Finanzinvestor Zurmort. Dieser zog sich 2006 via Börsengang (IPO) von Burckhardt zurück. Die MBO-Aktionärsgruppe ist mit 12,4% (2002 waren es 20,9%) weiter dabei. Von ihr sind Valentin Vogt und Marcel Pawlicek als VR-Präsident und als CEO noch aktiv, Martin Heller, Leonard Keller und Harry Otz nicht mehr. **Der Aktionärsbindungsvertrag läuft jeweils fünf Jahre, der aktuelle bis Ende Mai 2021.** Damit kann das Unternehmen weiter auf einen stabilen Ankeraktionär zählen. Im Aktionariat ist die Gruppe insofern privilegiert, als sie keiner Stimmrechtslimite unterliegt, da sie schon vor dem IPO mehr als 5% gehalten hatte. Alle anderen Aktionäre sind auf 5% der eingetragenen Titel begrenzt. **CB**

Aktionstatistik	
Bewertung	Na.
Kurs am 7. Februar 2017, 11 Uhr, in Fr.	291.00
Rendite in % (per 2016/17), geschätzt	3,1
KGW 2017/18	26
Kurs-Buchwert-Verhältnis	3,58
Börsenwert (in Mio. Fr.)	987
Angaben pro Titel in Fr.	
Gewinn 2016, geschätzt	11.00
Gewinn 2017, geschätzt	2.35
Bedeutende Aktionäre: Aktionärsbindungsvertrag V. Vogt, M. Heller, L. Keller, M. Pawlicek, H. Otz (12,4%), NN Group (6,9%), Mondrian Inv. Partners (4,99%), TIAA-CREF Inv. Mgt. (4,95%), JO Hambro Cap. Mgt. (4,4%), Ameriprise Fin. (3,1%), UBS Fund Mgt. (3%), MassMutual (3%)	

Leonteq

— Leonteq N
Kurs: 35 Fr.
— SPIX (SPI ohne Div.) ang.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Bei Leonteq haben die Gründer Jan Schoch, Lukas Ruffin und Sandro Dorigo viel zu sagen. Nicht nur weil Schoch CEO, Ruffin Verwaltungsrat und Dorigo Entwicklungschef ist. Das Trio besitzt auch noch über

15% am Derivatspezialisten. **Schoch und Ruffin (je 6,5%) haben sich zudem gegenüber Ankeraktionär Raiffeisen (29%) längerfristig gebunden.**

Der alte Aktionärsbindungsvertrag hinderte die Gründer ab 2013 am sofortigen Verkauf ihrer Aktien und gab eine gestaffelte Freigabe über fünf Jahre vor. Dynamik entstand, als Mitgründer Michael Hartweg das Unternehmen Mitte 2015 verliess. Im November wurden er und Dorigo aus dem Vertrag entlassen. Hartweg verkaufte den 3,75%-Anteil an Raiffeisen, die die Aktien am Markt platzierte. Raiffeisen versuchte die Aktionäre im Umfeld sinkender Kurse zu beruhigen. Über Verkaufsoptionen sperrten Schoch und Ruffin je zwei Drittel der Anteile bis 2025. Dorigo hält weiter rund 3%. Über weitere Details des Vertrags schweigen die Beteiligten. **VA**

Aktionstatistik	
Bewertung	Na.
Kurs am 7. Februar 2017, 11 Uhr, in Fr.	35.00
Rendite in % (per 2016), geschätzt	1,3
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,38
Börsenwert (in Mio. Fr.)	552
Angaben pro Titel in Fr.	
Gewinn 2016, geschätzt	1.10
Gewinn 2017, geschätzt	2.35
Bedeutende Aktionäre: Aktionärsbindungsvertrag Raiffeisen Schweiz, Gründungsaktionäre (J. Schoch, L. Ruffin, S. Dorigo; teils indirekt, zusammen 15,3%) und Notenstein Privatbank (1%, zusammen 44,3%), Jupiter Asset Mgt. (5,1%), Veraison Sicav (5%), GIC Private (3,2%)	