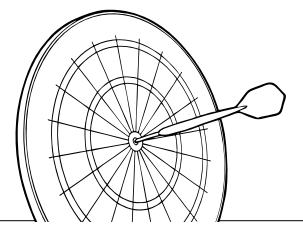


Heikle Rolle der Grossaktionäre

SCHWEIZ Dominante Investoren sind für die übrigen Anleger ein zweischneidiges Schwert.

Hot Corner



Am Abwarten

Die Aussichten für das in den USA ansässige und auf In-situ-Gewinnung (ISR) spezialisierte Uranbergbau- und -explorationsunternehmen **Uranium Energy Corp** (New York: UEC, Kurs: 1.30\$, Marktwert: 180 Mio. \$) sind vielversprechend. Die Nuklearindustrie erlebt dank dem globalen Kampf gegen den Klimawandel und die Luftverschmutzung eine Renaissance. Denn alternative Energiequellen sind heute weder ausreichend vorhanden noch erschwinglich.

China, Indien und Japan beschleunigen deshalb ihr nukleares Wachstum. In den USA setzt die neue Regierung wieder auf Atomkraft und will in Zukunft einheimische Erzeuger bevorzugen. Die global steigende Nachfrage sowie die Ankündigung einer 10%-Produktionskürzung des weltgrössten Uranförderers Kazatomprom werden insgesamt zu einer weiteren Verknappung des Rohstoffs führen. Trotzdem reicht der niedrige Uran-Spotpreis (21.50\$ pro Pfund) nicht aus, um die Produktionskosten der Hersteller zu decken.

Zeit genutzt

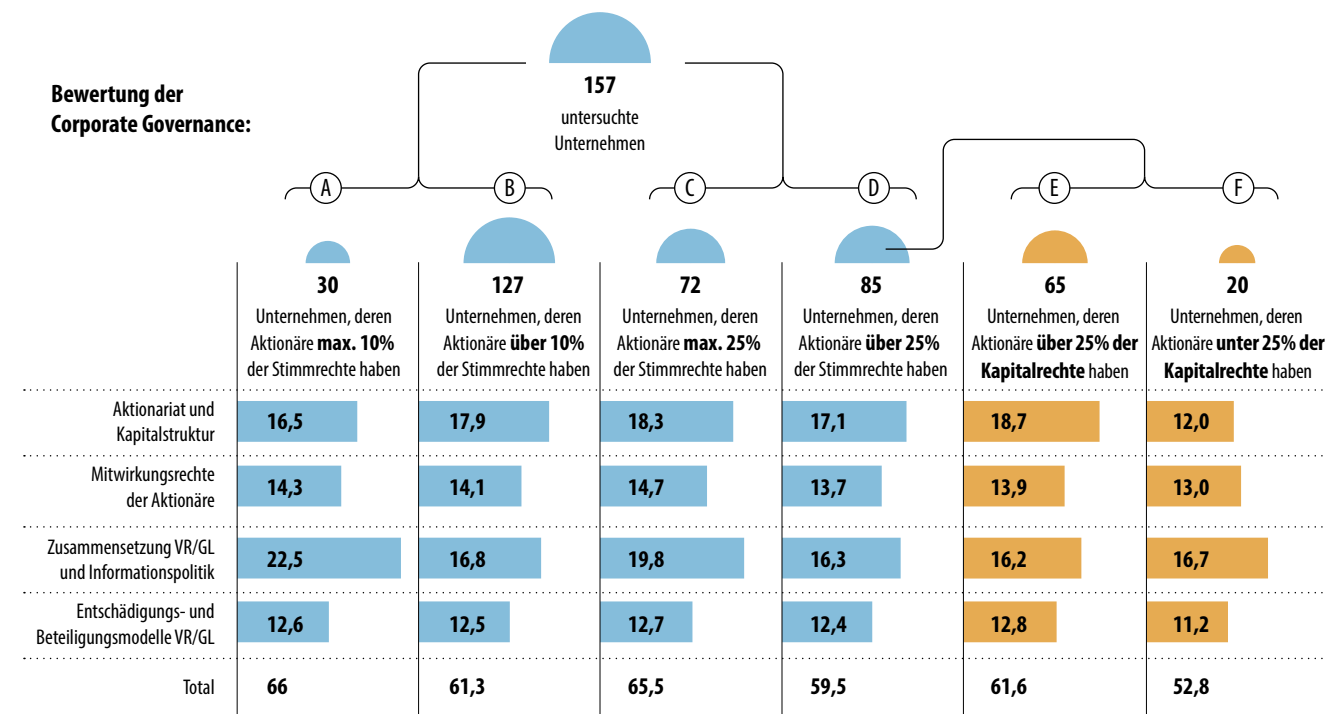
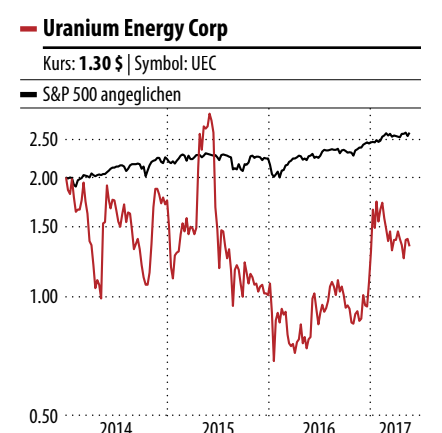
UEC verfolgt ihre eigene Strategie. Wegen des schwächelnden Preises und zur Schonung der eigenen Ressourcen stellte sie die Uranextraktion ein. In der Zwischenzeit hat sie ihr Portfolio durch einen Zukauf erweitert und Genehmigungsverfahren für geplante Projekte vorangetrieben. Auf diese Weise hat sich das Unternehmen strategisch positioniert, um rasch auf eine günstige Preisentwicklung reagieren zu können.

Im Portfolio von UEC befinden sich Projekte im Südwesten der USA und in Paraguay. In Südtexas nutzt sie den Infrastrukturvorteil durch eine Hub-and-Spoke-Produktionsstrategie – fünf unternehmenseigene ISR-Projekte (zwei davon genehmigt, ein drittes in fortgeschrittener Zulassungsphase) sind rund um die eigene, bewilligte Aufbereitungsanlage Hobson (Kapazität von 2 Mio. Pfund pro Jahr) positioniert. Hinzu kommt das voll lizenzierte Reno-Creek-Projekt in Wyoming, das sich UEC diesen Mai durch einen Aktientausch mit Pacific Road Resources gesichert hat. In Paraguay profitiert das Unternehmen vom günstigen Bergbaurecht und von einer Politik, die ausländische Direktinvestitionen fördert.

Gute Prognose

Insgesamt hat sich UEC in den vergangenen Jahren günstig positioniert. Die Strategie des Managements, in schwierigen Zeiten die Bewilligung ausstehender Projekte voranzutreiben, scheint aufzugehen. Denn im Normalfall dauert es sieben bis zehn Jahre, bis ein neues Förderprojekt vollständig genehmigt und entwickelt ist. UEC hat mit ihrem Vorgehen das eigene Projektportfolio in Pole-Position gebracht – startbereit für den nächsten Anstieg des Uranpreises.

Auch der Standort des Unternehmens wird in Zukunft von Vorteil sein. Die Tatsache, dass die USA heute 95% des benötigten Urans importieren müssen, wird dem inländischen Hersteller UEC unter der neuen US-Regierung in die Hände spielen. **Laura Elmiger**



CHRISTOPHE VOLONTÉ

Unternehmen, die von grossen Aktionären und insbesondere von Familien kontrolliert werden, geniessen ein erhöhtes Vertrauen. Sie werden häufig sogar als Garant für eine langfristige Ausrichtung gesehen, im Gegensatz zu kotierten Gesellschaften mit eher breit gestreutem Aktionariat. Aus Sicht der Corporate Governance ergeben sich für einen Minderheitsaktionär allerdings zwei gegenläufige Effekte aus der Präsenz eines Grossaktionärs.

Einerseits haben Grossaktionäre aufgrund ihres finanziellen Engagements klare Anreize, sich an der Aufsicht über das Management aktiv zu beteiligen. Dadurch kann das Risiko sinken, dass Manager Unternehmenswert vernichten. Etwa, indem sie ineffiziente Akquisitionen durchführen, um ihre Macht zu vermehren oder grosszügigere Vergütungspakete zu erhalten. Verwaltungsräte unterbinden solche Praktiken nicht immer.

Bei Aktionären mit geringerer Beteiligung fallen die Kosten zur effektiven Kontrolle (Informationsbeschaffung, Analyse, Evaluierung von Optionen, Austausch mit dem Management und Unternehmensbesuche, Koordination mit anderen Aktionären) gegenüber dem Nutzen (vor allem eine höhere Börsenbewertung) höher aus als für Grossaktionäre. Dazu müsste dieser Nutzen mit trittbrettfahrenden Miteigentümern geteilt werden. Daher verhalten sich diese Aktionäre eher passiv und verkaufen ihre Anteile bei Unzufriedenheit mit dem Management. Stimmrechtsberater sind teilweise in diese Lücke gesprungen.

Andererseits können Grossaktionäre ähnlich wie Manager Entscheide herbeiführen, die nicht im Interesse der Minderheitsaktionäre sein müssen. Zum Beispiel, wenn vom Grossaktionär ebenfalls kontrollierte Unternehmen bei Vergaben bevorzugt werden, wenn Managerposten mit Freunden und Verwandten besetzt

werden, wenn die Ausschüttungen oder ganz generell die Unternehmenspolitik einseitig den Präferenzen des Grossaktionärs angeglichen werden. Es kann auch sein, dass Grossaktionäre über die von ihnen kontrollierten Unternehmen Organisationen oder Anlässe sponsern, die ihnen am Herzen liegen. Minderheitsaktionäre finanzieren das zwangsläufig mit.

Eine Analyse von 157 Unternehmen zeigt, dass sich die Qualität der Corporate Governance im Durchschnitt durch Grossaktionäre verschlechtert, vor allem, wenn eine duale Aktienstruktur vorliegt (vgl. Grafik).

Aktionariat und Kapitalstruktur

Die Präsenz von Grossaktionären geht oftmals mit einer Verletzung des Prinzips «eine Aktie, eine Stimme» einher. Hat ein Unternehmen mehrere Aktienkategorien, können Grossaktionäre mehr Stimmrechte halten, als ihnen anhand der Kapitalrechte zusteht. Das sorgt für eine Machtkonzentration und schwächt das finanzielle Risiko für die Grossaktionäre ab. So kontrolliert die Familie Rupert mit nur 9,6% der Kapitalrechte den Luxusgüterhersteller Richemont mit 50,3% der Stimmrechte. Weitere Beispiele sind die Unternehmen Kudelski, Schindler, Sika, Swatch Group, Roche oder Zehnder. Gesellschaften mit Grossaktionären und dualer Aktienstruktur weisen im zRating tiefere Werte auf (vgl. Grafik, Spalte F).

Eigene empirische Untersuchungen sowie Studien im Ausland deuten darauf hin, dass die duale Aktienstruktur einen negativen Einfluss auf die Performance hat. Trotzdem wird diese Praxis nicht nur toleriert, sondern sie erlebt in den USA sogar eine Renaissance, wie Facebook, Google, Groupon oder LinkedIn zeigen.

Mitspracherecht der Aktionäre

Minderheitsaktionäre müssten bei besonders wichtigen Weichenstellungen einbezogen werden. Kommt ein Aktionär in eine dominierende Position, sollten Aktionäre

die Möglichkeit haben, ihre Titel anzudienen. Die Opting-out-Klausel entbindet jedoch einen neuen Grossaktionär von einem öffentlichen Kaufangebot. Auch über eine Dekotierung sollten Minderheitsaktionäre befinden können, weil ein solcher Schritt alle Schutzmechanismen der Börse aufhebt. Ein Minderheitsaktionär sieht sich somit im Hinblick auf eine angekündigte Dekotierung gezwungen, zu verkaufen. Eintragungs- oder Stimmrechtsbeschränkungen kommen indes eher bei Unternehmen ohne Grossaktionäre vor. In diesem Bereich halten sich die beiden Unternehmenstypen die Waage.

Zusammensetzung Verwaltungsrat / Geschäftsleitung sowie Informationspolitik Mit Blick auf den Verwaltungsrat ist es für Minderheitsaktionäre wichtig, dass er mindestens zur Hälfte aus unabhängigen Mitgliedern besteht. Dabei ist, anders als im Swiss Code of Best Practice für Corporate Governance formuliert, ebenfalls die Abhängigkeit von einem Grossaktionär

Governance



Grundsätze der guten und verantwortungsvollen Unternehmensführung, subsumiert unter dem Begriff Corporate Governance, betreffen

jeden Aktionär. «Finanz und Wirtschaft» publiziert regelmässig Artikel zu Corporate Governance in Schweizer Unternehmen. Die Beiträge in dieser Rubrik stammen vom Aktionärsdienstleister zRating sowie von der Anlagestiftung Ethos und vom Schweizer Stimmrechtsberater und Corporate-Governance-Spezialisten Swipra. Die Meinung des Autors muss nicht mit derjenigen der Redaktion übereinstimmen.

mitzuberechnen. Nur weil die Mehrheit der Verwaltungsräte bei Sika nicht Vertreter der Familie Burkard sind, ist die Übernahme noch nicht besiegelt.

Es gibt Unternehmen wie Pargesa oder SGS, bei denen fast alle Mitglieder einer Aktionärsgruppe zuzurechnen sind. Im Zweifelsfall würde also den Interessen der Minderheitsaktionäre nicht Rechnung getragen. Ein Gremium mit mindestens 50% wirklich unabhängigen Mitgliedern ist folglich eine Minimalforderung. Ist der Präsident selbst (mit dem Stimmrecht) ein Vertreter, kann ein Grossaktionär auch mit nur 50% Vertretern Entscheide durchsetzen, wie etwa bei OC Oerlikon, Sulzer oder Swatch Group. Es erstaunt nicht, dass Unternehmen mit Grossaktionären in diesem Bereich signifikant schlechter abschneiden (vgl. Grafik, Spalten B und D).

Entschädigungs- und Beteiligungsmodelle

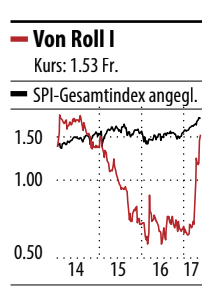
Die Vergütungspolitik kann wichtige Anreize setzen, um die Interessen der Manager an diejenigen der Aktionäre anzugleichen. Es wird davon ausgegangen, dass Grossaktionäre auf eine vernünftige Vergütungspolitik hinwirken. Die Auswertung zeigt jedoch, dass es im Bereich der Vergütungen keine signifikanten Unterschiede gibt beziehungsweise dass sie nicht auf einen Grossaktionär zurückzuführen sind.

Auf der einen Seite können Grossaktionäre eine Kontrollfunktion übernehmen und disziplinierend wirken, wovon alle Minderheitsaktionäre profitieren dürften. Auf der anderen Seite müssen sich Grossaktionäre aber bewusst sein, dass es sich nicht um eine private Gesellschaft handelt, sondern auch Minderheitsaktionäre Kapital zum Erfolg der Publikumsgesellschaft beisteuern.

Christophe Volonté ist Head Corporate Governance von Inrate und verantwortlich für zRating. Er lehrt und forscht an den Universitäten Basel und Konstanz.

Von Roll setzt Fokussierung fort

SCHWEIZ Das Industrieunternehmen verkauft einen von vier Standorten in den USA.



Das seit Jahren notleidende Industrieunternehmen Von Roll hatte im ersten Quartal einen möglichen Turnaround angedeutet: Erstmals seit mehr als vier Jahren wurde ein positives Quartalsergebnis realisiert. Damit ist Von Roll allerdings noch lange nicht über den Berg. Dessen ist sich das Unternehmen natürlich bewusst.

Es setzt seine Neuausrichtung und den Kurs der Fokussierung auf rentable Tätigkeit denn auch fort. Ein weiterer Schritt wurde nun vollzogen: Das Unternehmen

verkauft einen von vier Standorten in den USA. Es handelt sich um Von Roll Austral in Douglasville, Georgia. Sie beschäftigt vierzig Mitarbeiter und produziert verschiedene Drahtprodukte vor allem für die Reparaturindustrie. Sie wird von der US-Firma Craig Wire erworben.

Wie CEO Christian Hennerkes in einer Medienmitteilung zitiert wird, handelt es sich dabei um eine «Randaktivität», die kurz- und mittelfristig nicht «in Einklang mit unseren zukünftigen Profitabilitätszielen zu bringen ist». Zum Verkaufspreis werden keine Angaben gemacht. Damit lässt sich auch nicht abschätzen, ob mit der Transaktion Abschreibungen verbunden sind. Die übrigen Aktivitäten im Drahtgeschäft (vor allem in Indien und

Frankreich) sollen fortgeführt und teilweise gar ausgebaut werden.

Die Börse hat positiv reagiert und Von Roll höher eingestuft. Damit setzt sich der steile Aufwärtstrend fort. Das Kursniveau allerdings ist nach wie vor sehr niedrig. Und es darf nicht vergessen werden, dass der Turnaround noch auf wackligen Füßen steht; ob er wirklich gelingt, ist abzuwarten. «Finanz und Wirtschaft» rechnet für das laufende Jahr vorsichtshalber mit einem ausgeglichenen Ergebnis. Engagements bleiben vorerst überdurchschnittlich risikant. **PM**

Alle Finanzdaten zu Von Roll im Online-Aktienführer: www.fuw.ch/ROL



Kurz notiert

Syngenta zu 92,2% angedient: Die Nachfrist im Übernahmeprozess von Syngenta durch die chinesische ChemChina zeigt in einer ersten Auswertung, dass ChemChina 92,2% der Syngenta-Aktien angedient worden sind. Die definitive Quote wird am 31. Mai bekanntgegeben. Die Auszahlung der 465\$ wird am 7. Juni vorgenommen. Danach wird ChemChina mit einer Squeeze-out-Fusion die restlichen Titel von Syngenta sichern.

UBS kauft in Brasilien: Die Grossbank übernimmt die Mehrheit am Vermögensverwalter Consenso mit Sitz in São Paulo. Das Unternehmen betreut umgerechnet 5,5 Mrd. € und soll mit dem bisherigen Brasilien-Geschäft der UBS zusammengelegt werden. Die Übernahme dient dazu, das Wachstum in Brasilien zu beschleunigen.