

# Investoren schaffen neue Ära

Private wie auch institutionelle Anleger verwalten ihre Portefeuilles grossteils passiv und achten auf breite Diversifikation. Das macht die Kontrolle von Publikumsgesellschaften nicht einfacher. Aktionäre brauchen echte wettbewerbliche Rechte.

## REINER EICHENBERGER

Die kommenden Abstimmungen über mehr Aktionärsdemokratie machen vielen Angst. Dabei sind sie erst die Vorboten eines neuen Wirtschaftszeitalters, des «wahren Postkapitalismus». Er wird durch zwei Aspekte geprägt: Infolge abnehmender Transaktionskosten sowie zunehmender Markteffizienz und Finanzmarktenntnisse legen immer mehr private Investoren ihr Portefeuille passiv und breit diversifiziert an. Zugleich werden die institutionellen Anleger – Pensionskassen, Staatsfonds, Anlagefonds – immer wichtiger. Auch sie verwalten ihre grossen Vermögen grossenteils passiv und müssen sie stark streuen. Dies bewirkt zweierlei:

Erstens sind immer mehr Unternehmen mehrheitlich im Besitz von Aktionären, die jeweils nur kleinste Anteile daran halten und nur kleinste Anteile ihres Vermögens darin investiert haben. Solche Aktionäre haben weder Anreize noch Möglichkeiten, über all die Gesellschaften informiert zu sein und ihr jeweiliges Management bzw. den Verwaltungsrat ernsthaft zu überwachen. Zweitens hängt die Performance eines breit gestreuten Portefeuilles nicht von der Maximierung des Profits jedes einzelnen darin enthaltenen Unternehmens ab, sondern von der Summe aller Gewinne, somit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Auf die dramatischen Folgen der Diversifizierung durch «universale Investoren» wiesen die Ökonomen James Hawley und Andrew Williams bereits vor gut zehn Jahren hin, fanden damit aber kaum Beachtung.

Universale Investoren müssen alle negativen und positiven Auswirkungen zwischen allen Unternehmen ihres Portfolios berücksichtigen. So wollen sie nicht, dass ein Industrieunternehmen ihres Portfolios den Gewinn erhöht, indem es das Wasser verschmutzt und damit eine weiter unten am Fluss gelegene Bierbrauerei schädigt – weil sie auch sie in ihrem Portfolio haben. Hingegen treten sie für die verlustbringende Ausbildung von Lehrlingen durch ihre Gesellschaften ein, auch wenn die Lehrlinge gleich nach Lehrabschluss zu anderen wechseln – weil sie auch diese Namen in ihrem Portfolio haben. Mit den sehr breit diversifizierten Investoren könnten erstmals Akteure auftreten, die aufrichtig an den gesamtwirtschaftlichen Folgen ihres Tuns interessiert sind. Deshalb verkündeten Hawley und Williams eine bessere Welt. Doch die Realität des wahren Postkapitalismus wird anders aussehen. Drei Aspekte sind besonders interessant.

## Interessen gehen auseinander

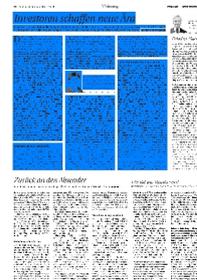
Komplexität und Konflikt: Universale Investoren sind nicht immer am Gesamtwohl interessiert. Wenn sie hauptsächlich Kapitaleinkommen beziehen, sind sie nur an der Maximierung des gesamtwirtschaftlichen Kapitaleinkommens interessiert. Das Einkommen der Beschäftigten interessiert sie dann weniger als Investoren, die auf einzelne Unternehmen fokussieren und folglich die Abwanderung ihrer Beschäftigten fürchten müssen. Wenn die Mehrheit der Vermögen breit diversifiziert angelegt ist, gehören genau genommen alle Publikumsgesellschaften derselben Gruppe von Eigentümern. Das entspricht einer Megafusion durch die Hintertür, die den Wettbewerb zwischen den Unternehmen um Kunden, Beschäftigte und auch Kapital auszuhebeln droht. Das bringt schwerwiegende Spannungen zwischen Kapitaleignern, Beschäftigten und Konsumenten sowie ungeahnte wettbewerbspolitische Probleme.

Auch wenn universale Investoren ein grosses Arbeitseinkommen beziehen oder, wie Pensionskassen, das Kapital von Beschäftigten verwalten, wollen sie nicht das gesamtwirtschaftliche Einkommen maximieren. Sie berücksichtigen lediglich die Auswirkungen der Gewinnerschöpfung auf ihr eigenes Arbeitseinkommen oder dasjenige ihrer Versicherten, nicht aber auf die Arbeitseinkommen allgemein. Die vielen universalen Investoren werden deshalb nicht immer eine einheitliche Politik verfolgen. Erstens haben sie oft unterschiedliche Interessen, weil sie selbst oder ihre Kunden einen unterschiedlichen Mix von Kapital- und Arbeitseinkommen beziehen. Zweitens werden sie die Zusammenhänge zwischen den Strategien und den Gewinnen der verschiedenen Gesellschaften sehr unterschiedlich einschätzen. Selbst wenn sie das Gesamtwohl maximieren möchten, ist völlig unklar, was genau dieses Gesamtwohl ist. Die Welt wird durch das Auftreten



*Den politischen Wettbewerbsgedanken gilt es auf den wirtschaftlichen Bereich zu übertragen.*

nige ihrer Versicherten, nicht aber auf die Arbeitseinkommen allgemein. Die vielen universalen Investoren werden deshalb nicht immer eine einheitliche Politik verfolgen. Erstens haben sie oft unterschiedliche Interessen, weil sie selbst oder ihre Kunden einen unterschiedlichen Mix von Kapital- und Arbeitseinkommen beziehen. Zweitens werden sie die Zusammenhänge zwischen den Strategien und den Gewinnen der verschiedenen Gesellschaften sehr unterschiedlich einschätzen. Selbst wenn sie das Gesamtwohl maximieren möchten, ist völlig unklar, was genau dieses Gesamtwohl ist. Die Welt wird durch das Auftreten



Finanz und Wirtschaft  
8021 Zürich  
044/ 298 35 35  
www.fuw.ch

Medienart: Print  
Medientyp: Publikumszeitschriften  
Auflage: 28'566  
Erscheinungsweise: 2x wöchentlich

Themen-Nr.: 377.21  
Abo-Nr.: 1086479  
Seite: 3  
Fläche: 53'018 mm<sup>2</sup>

von universalen Investoren also nur noch komplexer.

**Instabilitäten:** Die von universalen Investoren dominierten Unternehmen nutzen Gewinnmöglichkeiten auf Kosten der anderen Unternehmen nicht aus. Deshalb sind ihre Gewinne und ihr Wert niedriger, als sie bei einer aggressiveren Gewinnmaximierungspolitik wären. Entsprechend lohnt es sich für fokussierte Investoren, solche Gesellschaften zu übernehmen zu versuchen und wieder alle Gewinnmöglichkeiten auszunützen. Das Aufkommen von universalen Investoren dürfte deshalb auch zu instabileren Eigentumsverhältnissen führen.

**Corporate Governance:** Universale Investoren können die Manager und die VR noch schlechter kontrollieren als fokussierte. Sie sind rational apathisch und haben unterschiedliche Meinungen darüber, welche Unternehmenspolitik zu einer Maximierung des Gesamtwerts eines breit diversifizierten Portfolios beiträgt. Zudem droht ihre passive, auf das Halten von Beteiligungen ausgelegte Strategie Übernahme- und Disziplinierungsversuche aktiver Anleger zu unterlaufen. Das verschafft den Managern und den Verwaltungsräten bisher ungeahnte Möglichkeiten, eigene Ziele auf Kosten der Aktionäre zu verfolgen.

Was kann dagegen getan werden? Viele universale Investoren wollen ihr Stimmrecht an Stellvertreter übertragen. Das Problem dabei ist aber, dass Erstere weiterhin rational apathisch bleiben und ganz unterschiedliche Interessen und Meinungen haben, weshalb Letztere kaum Anreize haben, tatsächlich im Sinne Ersterer zu handeln und das Management wirklich zu kontrollieren.

## Echte Wahlmöglichkeiten schaffen

Wie dieses Problem gelöst werden kann, lehrt die Politik. Die Bürger haben, genau wie universale Investoren, ganz unterschiedliche Ziele und Meinungen und kaum Anreize, politisch informiert und aktiv zu sein. Regierungen, Parteien und Politiker drohen den Bürgern genauso auf der Nase herumzutanzen wie Manager, Verwaltungsräte und ungebundene Stimmrechtsvertreter den Aktionären.

Doch im politischen Bereich gibt es Institutionen, die den Bürgern die Kontrolle der Politik erleichtern. So verfügen sie über direktdemokratische Instrumente. Dabei wird

immer über wenigstens zwei konkurrierende Alternativen abgestimmt. Dieser Wettbewerb fehlt in der bisherigen Aktionärsdemokratie, ob nun mit oder ohne Minder-Initiative bzw. Gegenvorschlag. Zudem verfügen die Bürger über repräsentative demokratische Instrumente: Sie müssen ihre Stimme nicht selbst ausüben, sondern können sie für vier Jahre an eine Partei oder einen Politiker delegieren. Auch hier gilt, dass wenigstens zwei konkurrierende Kandidaten zur Wahl stehen müssen. Nur dieser Wettbewerb um Stimmen der Bürger kann Parteien und Politiker zwingen, wirklich im Interesse der Bürger zu handeln.

Diesen Wettbewerbsgedanken gilt es auf den wirtschaftlichen Bereich zu übertragen: Die Aktionärsrechte müssen so gestärkt werden, dass die Aktionäre direkt über konkrete, konkurrierende Alternativen abstimmen können. Die Wahl der wichtigsten Gremien (VR, externes Kontrollorgan, CEO) muss wettbewerblich werden, d. h., pro Sitz muss mehr als ein Kandidat zur Verfügung stehen, und die Aktionäre müssen die Möglichkeit erhalten, ihre Stimme anonym an konkurrierende Stellvertreter zu delegieren. Das wiederum sollte nicht nur für eine fest vorbestimmte Wahlperiode möglich sein, sondern auf jederzeitigen Widerruf. Das würde die Anreize der Stellvertreter zusätzlich stärken, die Stimmen wirklich im Interesse der Aktionäre einzusetzen. Mit den heutigen technischen Möglichkeiten könnten sowohl ein anonymer wettbewerblicher Stimmrechtsdelegationsmechanismus wie auch Sachabstimmungen und Kampfwahlen an Aktionärsversammlungen einfach umgesetzt werden.

*Reiner Eichenberger ist Professor für Theorie der Wirtschafts- und Finanzpolitik an der Universität Freiburg i. Üe. Dieser Beitrag basiert auf gemeinsamer Forschung mit seinem früheren Doktoranden Michael Zurkinden.*