

erschienen in: Baumann, Claude und Ralph Pöhner (Hrsg.) (2010), *Neustart – 50 Ideen für einen starken Finanzplatz Schweiz*, Verlag Neue Zürcher Zeitung: 147-152.

## **«Bei Wahlen von Verwaltungsräten, externen Kontrollorganen und CEOs muss mehr als ein Kandidat zur Verfügung stehen»**

**Reiner Eichenberger und Michael Zurkinden**

*Die Finanzkrise hat den «wahren Postkapitalismus» eingeläutet: Das Verhalten der Anleger wird sich grundlegend ändern. Für einen Finanzplatz wie die Schweiz wäre es daher umso wichtiger, Regeln zu schaffen, welche – wie in der Politik – die aktive Mitbestimmung der Aktionäre durchsetzen.*

Natürlich hat die Finanz- und Wirtschaftskrise einen bedeutenden Einfluss auf die künftige Regulierung der Finanzmärkte und der *Corporate Governance*. Noch wichtiger dürfte aber eine andere Entwicklung sein, die von der Finanzkrise beschleunigt wurde: nämlich der Wandel des Anlegerverhaltens hin zu immer breiterer Diversifizierung und passiven Strategien. Dies führt in ein neues Zeitalter – nennen wir es den «*wahren Postkapitalismus*».

Zwei Faktoren prägen dabei den Übergang zum wahren Postkapitalismus. Erstens: Die zunehmende Globalisierung und die mit der technischen Entwicklung wachsende Effizienz der Finanzmärkte senken die Kosten der Diversifizierung und machen aktive Anlagestrategien weniger profitabel. Das macht es für die Anleger immer attraktiver, ihr

Portfolio breiter auszurichten und passiv zu verwalten. Zweitens: Mit dem Ausbau der kapitalgedeckten Altersvorsorge und dem rasanten Wachstum von Anlagefonds steigt die Bedeutung institutioneller Anleger rasch. Diese Institutionellen verwalten typischerweise grosse Vermögen, die sie streuen müssen. In den USA, wo diese Entwicklung besonders weit fortgeschritten ist, hielten im Jahr 2008 Investmentfonds, private und öffentliche Pensionskassen sowie Versicherungen – also alles zumeist sehr breit diversifizierte Anleger – insgesamt mehr als die Hälfte aller in den USA gehandelten Aktien.

Die wachsende Diversifizierung und die zunehmende Verbreitung passiver Anlagestrategien bewirken wiederum zweierlei. Nämlich erstens: «rationale Apathie» bei den Aktionären. Wegen der breiten Diversifizierung besitzt ein typischer Aktionär nur einen sehr kleinen Anteil jedes einzelnen Unternehmens und damit auch nur einen sehr kleinen Einfluss auf sein Verhalten. Deshalb lohnt es sich für ihn nicht, das Management ernsthaft zu überwachen – und es lohnt sich für ihn auch nicht, sich über die einzelnen Firmen zu informieren. Er wählt ja die Diversifizierungsstrategie, weil er glaubt, dass in gut funktionierenden Finanzmärkten eine aktive Anlagestrategie keine Zusatzerträge bringt. Zudem ist es schlicht unmöglich, über die vielen Firmen eines breiten Portfolios gut informiert zu sein. Breit diversifizierte Anleger sind deshalb hinsichtlich der einzelnen Unternehmungen in ihrem Portfolio «rational apathisch» und «rational ignorant». Folglich ist die Gefahr gross, dass das Management und der Verwaltungsrat von den Aktionären nur unzureichend kontrolliert werden.

Die zweite Veränderung: Die Anleger streben zunehmend nach Portfolio- statt nach Einzeltitelrenditen. Die Performance eines breit gestreuten Portfolios hängt kaum mehr von der Entwicklung eines einzelnen Unternehmens ab, sondern von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Auch völlig eigennützige Investoren sind deshalb nicht mehr an Gewinnmaximierung auf der Ebene der einzelnen Unternehmen interessiert, sondern ausschliesslich an der Maximierung der Gewinnsumme aller Unternehmungen zusammen. Auf die dramatischen Folgen der Diversifizierung haben die Ökonomen James Hawley und Andrew Williams bereits vor gut zehn Jahren erstmals hingewiesen.<sup>1</sup> Ihre Arbeiten wurden aber in der wissenschaftlichen Finanzmarktliteratur – zu unrecht – kaum beachtet.

Breit diversifizierte Anleger – oder «universale Investoren», wie sie Hawley und Williams nennen – müssen sämtliche negative und positive Auswirkungen zwischen den

---

<sup>1</sup> Siehe Hawley, James P.; Williams, Andrew T. (2000): *The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, Philadelphia: University of Pennsylvania Press.

verschiedenen Firmen ihres Portfolios berücksichtigen. Beispielsweise will ein solcher Anleger nicht, dass ein Industrieunternehmen seines Portfolios den Gewinn erhöht, indem es das Wasser verschmutzt, weil der Gewinn einer Bierbrauerei weiter unten am Fluss tangiert wird – und der Anleger deren Titel ebenfalls im Portfolio hat. Hingegen begrüsst der Anleger die verlustbringende Ausbildung von Lehrlingen durch seine Firma A, auch wenn die Lehrlinge gleich nach Lehrabschluss zu seiner Firma B wechseln. Anders gesagt: Mit den universalen Investoren treten erstmals Akteure auf, die nicht nur vordergründig, sondern aufrichtig an den gesamtwirtschaftlichen Folgen ihres Tuns interessiert sind.

Auf den ersten Blick erscheint der wahre Postkapitalismus als bessere Welt. Plötzlich sind die Investoren nicht mehr am maximalen Gewinn auf Unternehmensebene interessiert, sondern an der Entwicklung der Gesamtwirtschaft. Doch leider wird die Realität anders aussehen und vor allem von drei Aspekten geprägt sein, die von Hawley und Williams nicht erwähnt werden und noch völlig unerforscht sind.

*Komplexität und Konflikt:* Universale Investoren sind keineswegs automatisch an der Gesamtwohlfahrt interessiert. Wenn sie hauptsächlich Kapitaleinkommen beziehen, sind sie nur an der Maximierung des gesamtwirtschaftlichen Kapitaleinkommens interessiert. Das Los der Beschäftigten interessiert sie erst einmal herzlich wenig, jedenfalls weniger als auf einzelne Unternehmen fokussierte Investoren, welche die Abwanderung ihrer Beschäftigten fürchten müssen. Wenn die Mehrheit der Vermögen breit diversifiziert angelegt ist, gehören zudem eigentlich alle Publikumsgesellschaften der gleichen Gruppe von Eigentümern an. Das kommt einer Megafusion durch die Hintertüre gleich. Dadurch könnte der Wettbewerb zwischen den Unternehmen um Kunden, Beschäftigte und auch Kapital ausgehebelt werden. Das würde zu schwerwiegenden Spannungen zwischen Kapitaleignern, Beschäftigten und Konsumenten führen und wettbewerbspolitisch ungeahnte Probleme stellen.

Auch wenn universale Investoren selbst ein grosses Arbeitseinkommen beziehen oder wie Pensionskassen das Kapital von Beschäftigten verwalten, versuchen sie nicht automatisch, das gesamtwirtschaftliche Einkommen zu maximieren. Sie berücksichtigen lediglich die Auswirkungen der Gewinnschöpfung auf ihr eigenes Arbeitseinkommen respektive dasjenige ihrer Versicherten, nicht aber auf die Arbeitseinkommen allgemein. Deshalb dürfte der wahre Postkapitalismus nicht nur durch eine neuartige Rücksichtnahme zwischen den Unternehmen geprägt sein, sondern auch durch ein gewisses wettbewerbsfeindliches Zusammenrücken der Kapitalbesitzer. Ein Abbau des Interessengegensatzes zwischen Kapital und Arbeit dürfte aber nur in beschränktem Umfang stattfinden.

Die vielen universalen Investoren werden jedoch keine einheitliche Politik verfolgen. Erstens haben sie ganz 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 Gewinnen der verschiedenen Firmen sehr unterschiedlich einschätzen. Selbst für diejenigen universellen Investoren, die das Gesamtwohl maximieren möchten, ist völlig unklar, was genau dieses Gesamtwohl ist.

Entgegen der Sicht von Hawley und Williams wird die Welt durch das Auftreten von universalen Investoren also nicht einfacher, sondern viel komplexer. Während fokussierte Anleger alle am gleichen interessiert sind – an einem möglichst hohen Gewinn ihrer Unternehmung – haben universale Investoren ganz unterschiedliche und grossenteils auch entgegengesetzte Interessen.<sup>2</sup>

*Instabilitäten:* Die von universalen Investoren dominierten Unternehmungen nützen Gewinnmöglichkeiten auf Kosten der anderen Unternehmungen nicht oder weniger aus. Deshalb sind ihre Gewinne und ihr Wert tiefer, als sie bei einer aggressiveren Gewinnmaximierungspolitik wären. Entsprechend lohnt es sich für fokussierte Investoren, die «Karpfen-Unternehmungen» der universalen Investoren unter ihre Kontrolle zu bringen und in «Hecht-Unternehmungen» zu transformieren, die wieder alle Gewinnmöglichkeiten ausnützen und von der Zurückhaltung der anderen «Karpfen-Unternehmungen» profitieren. Ähnlich schafft die passive Anlagestrategie von universalen Investoren neue Gewinnmöglichkeiten für aktivistische Investoren. Das Aufkommen von universalen Investoren dürfte deshalb auch mit einer grösseren Instabilität der Eigentumsverhältnisse einhergehen.

*Corporate Governance:* Das dritte und grösste Problem im wahren Postkapitalismus dürfte die Corporate Governance stellen. Universale Investoren können die Manager und Verwaltungsräte noch schlechter kontrollieren als fokussierte Anleger. Sie sind rational apathisch und haben sehr unterschiedliche Meinungen darüber, welche Unternehmenspolitik zu einer Maximierung des Gesamtwertes eines breit diversifizierten Portfolios beiträgt. Zudem droht ihre passive, auf das Halten von Papieren ausgelegte Strategie Übernahme- und Disziplinierungsversuche von aktiven Anlegern zu unterlaufen. Diese Aspekte verschaffen den Managern und den Verwaltungsräten bisher ungeahnte Möglichkeiten, eigene Ziele auf Kosten der Aktionäre zu verfolgen. Was kann dagegen getan werden?

---

<sup>2</sup> Dazu Michael Zurkinden (2009): *Empowering Shareholders: A Theoretical Perspective*, Dissertation an der Universität Fribourg.

Es liegt nahe, dass universelle Investoren ihre Aktionärsstimmen an Stellvertreter abgeben (etwa an eine Stiftung wie Ethos in der Schweiz), die für sie das Stimmrecht ausüben. Das Problem dieses Ansatzes ist allerdings, dass die universalen Investoren weiterhin rational apathisch bleiben und ganz unterschiedliche Interessen und Meinungen haben. Entsprechend sind die Anreize der Stellvertreter klein, tatsächlich im Sinne der universellen Investoren zu handeln.

Wie diese Probleme gelöst werden können, lehrt der Bereich der Politik. Die Kontrollprobleme zwischen den Bürgern und der Regierung sind strukturell eng verwandt mit den Kontrollproblemen zwischen den Aktionären und dem Verwaltungsrat sowie dem CEO. Die Bürger haben genau so wie universelle Investoren ganz unterschiedliche Ziele und Meinungen und nur sehr kleine Anreize, über die Politik informiert zu sein oder sich gar aktiv zu beteiligen. Und die Regierung droht den Bürgern genau so auf der Nase herumzutanzten wie die Manager und Verwaltungsräte den Aktionären.

Doch im politischen Bereich existieren verschiedene Institutionen, die den Bürgern die Kontrolle der Regierung erleichtern. Zum einen verfügen sie über direkt demokratische Instrumente. Diese zeichnen sich dadurch aus, dass immer über wenigstens zwei konkrete Alternativen abgestimmt wird. Genau das fehlt aber in der bisherigen Aktionärsdemokratie. Zum anderen verfügen die Bürger über repräsentativ demokratische Instrumente. So müssen sie ihre Stimme nicht selbst ausüben, sondern können sie an eine politische Partei oder einen Politiker ihrer Wahl für vier Jahre delegieren. Auch hier gilt als Grundsatz, dass wenigstens zwei Kandidaten zur Wahl stehen müssen. Dadurch entsteht Wettbewerb zwischen den Parteien und Politikern um die Stimmen der Bürger, was die Politiker zwingt, stärker im Interesse der Bürger zu handeln.

Diese Grundsätze gilt es auf den wirtschaftlichen Bereich zu übertragen: Die Aktionärsrechte müssen derart gestärkt werden, dass die Aktionäre direkt über konkrete Alternativen abstimmen können. Die Wahl der wichtigsten Gremien – Verwaltungsrat, externes Kontrollorgan und auch der CEO – muss wettbewerblich werden, das heisst, pro Sitz müssen mehr als ein Kandidat zur Verfügung stehen, und die Aktionäre müssen die Möglichkeit erhalten, ihre Stimme nicht selbst auszuüben, sondern anonym an einen Stellvertreter delegieren zu können. 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. Solche Stellvertreter hätten deshalb viel bessere Anreize als im heutigen

System der Depotstimmen (aber auch bessere Anreize als die heutigen Politiker), im Interesse der Aktionäre (respektive der Bürger) zu handeln.

Mit den heutigen technischen Möglichkeiten könnten sowohl ein anonymer wettbewerblicher Stimmrechtsdelegations-Mechanismus wie auch Sachabstimmungen und Kampfwahlen an Aktionärsversammlungen einfach umgesetzt werden. Weshalb aber sind diese fruchtbaren Institutionen nur erst ansatzweise zu erkennen?

Erstens sind universelle Investoren auch bezüglich institutioneller Reformen rational apathisch. Zweitens wehren sich die Manager und oft auch die Verwaltungsräte gegen effektivere Kontrollinstitutionen. Drittens müssten die ersten Unternehmungen, die solche neuen effektiven Mechanismen der Corporate Governance einführen, eine Abwanderung von Managern befürchten. Viertens scheuen Pensionskassenverwalter eine Stimmrechtsdelegation mit aktiver Stimmrechtsausübung. Sie fürchten, dass bald viele Versicherte zu Recht fordern würden, das Stimmrecht für ihren Kapitalanteil selbst ausüben zu können. Fünftens verursachen die Stimmrechtsdelegation und die Stellvertretung (kleine) Kosten, die bei der heutigen Gesetzeslage niemand tragen kann und will. Damit spricht vieles dafür, mittels eines politischen Entscheids Regeln zur wettbewerblichen Aktienstimmrechtsdelegation, zum Stimmrecht von Versicherten von Pensionskassen für ihren persönlichen Kapitalanteil, und zur Finanzierung der Tätigkeit der Stellvertreter festzulegen.

Abschliessend bleibt zu betonen, dass die vorgeschlagenen Massnahmen zur Stärkung der Corporate Governance und der Aktionäre die Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz sowie den Finanzplatz Schweiz massiv stärken würden. Je effektiver die Aktionäre ihre Ziele realisieren können, desto attraktiver wird die Schweiz als Unternehmensstandort aus Sicht der Aktionäre, und desto überflüssiger werden all die vielen teuren, wenig wirksamen und oft sogar schädlichen staatlichen Regulierungsmassnahmen, die jetzt von Links bis Rechts zur Kontrolle des Managements und der Finanzmärkte durch die Regierung gefordert werden.