

# Institutionelle Investoren als aktive Aktionäre

Vortrag im Gesellschaftsrecht II

Lehrstuhl Prof. Vogt

20. März 2013

Referenten: Raffaella Huber / Melanie Koller

# Institutionelle Investoren als aktive Aktionäre

## Überblick

### 1. Einführung

### 2. Grundlagen

- Der Aktionär (Arten)
- Institutioneller Investor
- Aktiver und passiver institutioneller Investor I/II

### 3. Analyse des Kontrollproblems

- Kollektive Aktion
- Rationale Apathie
- Sachwalterproblem und Interessenkonflikt
- Trade-off zwischen Liquidität und Kontrolle
- Ökonomisches Kalkül

### 4. Idealer Aktionär

### 5. Kritikpunkte

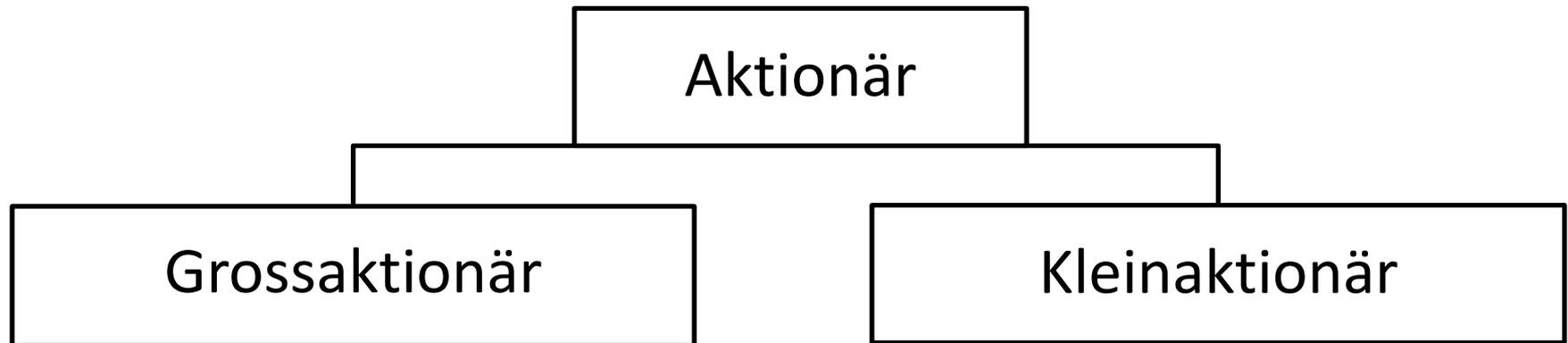
# Einführung

## Allgemeine Gedanken zum Aktionär

- **OR 698 I: Aktionär als oberstes Organ der GV**
  - Divergenz zw. rechtlicher und faktischer Stellung
  - Begründung: OR 716 I
  - ABER: Änderung der Aktionärsstellung
- **OR 680 I: Liberierungspflicht als einzige Pflicht**
  - Fördert kurzfristiges Denken
  - Langfristiges Denken interpretierbar in OR 717
  - Ruffner plädiert v.a. für langfristige Strategien, also für eine Strategie ohne ausdrückliche rechtliche Grundlagen

# Grundlagen

## Der Aktionär - Arten



- **Institutioneller Investor**
  - Bsp.: Pensionskassen
- Private Aktiengesellschaft
  - Bsp.: Holcim AG (20%)
- Mehrheitsaktionär (> 50%)
  - Bsp.: Schindler AG (71%)

- Oft private Anleger
  - renditeorientiert
  - kleine Stimmkraft
  - wenig Einfluss

# Grundlagen Institutioneller Investor

## Institutioneller Investor

Ein Investor, der für seine Anleger berufsmässig und treuhänderisch Beteiligungspapiere hält.

**Ziel:** Nachhaltig Gewinn erwirtschaften

**Mittel:**

- Überwindung der kollektiven Aktion
- Kontrolle und Überwachung der Portefeuilles (= aktive Aktionärsrolle) durch Konzentration des Aktienbesitzes

**Bsp.:** Pensionskassen, Anlagefonds, Versicherungen, Banken, Investment-Gesellschaften, Industriegesellschaften

# Grundlagen

## Aktiver und passiver institutioneller Investor I

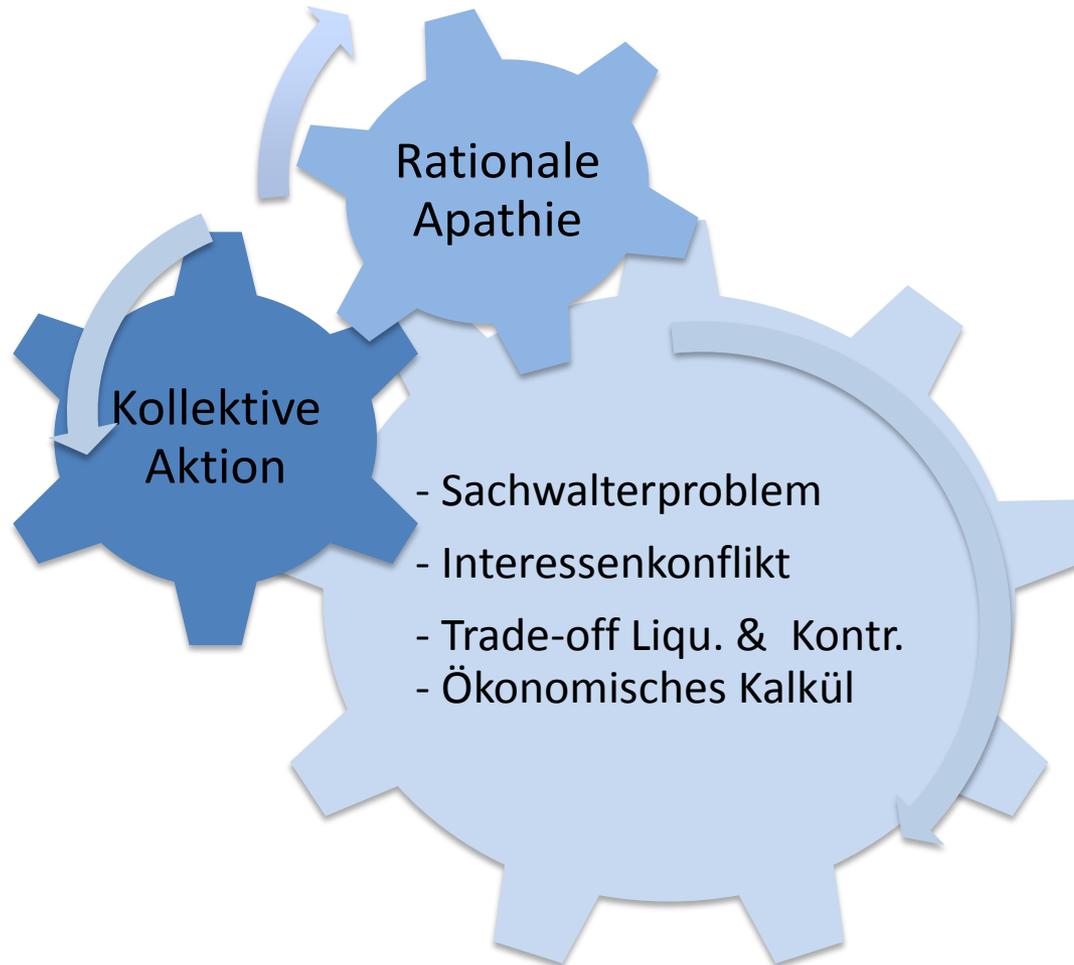
	<b>Aktiver Aktionär</b>	<b>Passiver Aktionär</b>
<b>Begriff</b>	Ein Aktionär, der sich aktiv an der Willensbildung des VR/GF beteiligt und so Kontrolle über das Unternehmen ausübt	Diversifizierte Anleger, ohne Interesse an einer aktiven Willensbeteiligung (Trittbrettfahrer)
<b>Merkmal</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Finanzielle Ressourcen</li> <li>- Aktive Kontrolle</li> <li>- Grosse Stimmkraft/Beteiligung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Verzicht auf aktive Kontrolle</li> <li>- Diversifikation</li> </ul>
<b>Ziel</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Langfristige Wertevermehrung</li> <li>- Beseitigung kollektiver Aktion</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kurzfristige Wertevermehrung</li> <li>- Kosten sparen</li> </ul>
<b>Beispiel</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Institutioneller Investor als Mehrheits- oder Grossaktionär</li> <li>- Finanzkräftige Einzelaktionäre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Institutionelle Investoren</li> <li>- (oft kleine) Einzelaktionäre</li> </ul>

# Grundlagen

## Aktiver und passiver institutioneller Investor II

	<b>Aktiver Aktionär</b>	<b>Passiver Aktionär</b>
<b>Vorteil</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Grosses Stimmrechtspotential</li><li>- Langfristige Werterhaltung</li><li>- Einfluss durch Kontrolle (VOICE)</li><li>- Rationale Apathie anderer Ug's</li><li>- Entschärfung &amp; Überwindung der kollektiven Aktion</li><li>- Wenig Liquidität verlangt</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Profit durch aktive Kontrolle anderer Aktionäre</li><li>- Trittbrettfahrer sparen Kosten</li><li>- Kurzfristige Profite</li><li>- Wenig Risiko (Diversifikation)</li><li>- Jederzeit EXIT möglich</li></ul>
<b>Nachteil</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Kontrollkosten</li><li>- Sachwalterproblem</li><li>- Bindung an AG: VOICE statt EXIT</li><li>- Risiko</li><li>- Langfristige Performance</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Wenig Einfluss (Diversifikation)</li><li>- Rationale Apathie verhindert kollektive Aktion</li><li>- Gefahr Zersplitterung</li></ul>

# Analyse des Kontrollproblems Überblick



# Analyse des Kontrollproblems

## Kollektive Aktion

### **Kollektive Aktion**

Eine Aktionärsgruppe schliesst sich für die Erreichung gewisser Ziele zusammen, wobei jeder Aktionär durch sein Engagement zu diesem Ziel beiträgt.

### **Rationale Apathie**

Ist ein rational passives Verhalten eines Aktionärs, um Vermögensverwaltungskosten und Transaktionskosten zu senken.

# Analyse des Kontrollproblems

## Kollektive Aktion: Umsetzung und Probleme

<b>Umsetzungsmöglichkeiten</b>	<b>Probleme</b>
Konzentration des Aktienbesitzes	Regulatorische Hemmnisse
Individuelle Anreize zu einer langfristigen Anlagestrategie	Kurzfristige Anlagestrategie mittels Benchmarks
Private Kontrollintermediäre	Monetäre Anreizstrukturen

# Analyse des Kontrollproblems

## Sachwalterprobleme und Interessenskonflikte

### Gründe für die Passivität institutioneller Investoren:

#### 1. Rationale Apathie

#### 2. Regulatorische Schranken gegen aktive Aktionärsrolle

#### 3. Sachwalterproblem

- Folge: Anreize gegen eine aktive Aktionärsstrategie verstärken Passivität. Bsp.:
  - Performanceorientierte Entlohnung
  - Indexverwaltung

→ Bsp.: *Pensionskassen in USA-CH*

#### 4. Interessenskonflikte auf der Ebene institutioneller Investoren

- Problem: Unterperformance wird als Inkompetenz des Managements interpretiert
- Folge: Herdenverhalten der Sachwalter zur rationalen Apathie
- Bsp.: *Pensionskassen in CH*

# Analyse des Kontrollproblems

## Trade-off zw. Liquidität und Überwachung

### Kosten-Nutzen-Analyse

Abwägung Strategien EXIT oder VOICE für institut. Investoren je nach Ziel



#### Kostenkriterien

- Liquidität des Marktes
- Liquiditätsbedarf
- Kontrolle
- Risiko
- Rechtliche Normen

**VOICE**

**EXIT**

#### Nutzenkriterien

- Signalwirkung
- Bindung
- Nachhaltigkeit
- Trittbrettfahren
- Kollektive Aktion
- Zufriedenheit
- Vertrauen

# Analyse des Kontrollproblems

## Ökonomisches Kalkül aktiver Aktionäre

### Ökonomisches Kalkül

Strategisches Verhalten, um aktuelle Marktpreise nicht zu beeinflussen bzw. um aktuelle Marktpreise zu erhalten

- Beachtung der Signalwirkung bei Grosskäufen/-verkäufen  
→ Mögliche Lösungen eines EXIT oder Aufbau Blockposition
- Firmenspezifische Risiken aufgrund reduzierter Diversifikation
- Kontrolle muss das Risiko überkompensieren
- Rechtliche Normen können Kosten massiv verändern

# Idealer Aktionär

## Verbesserung der internen Kapitalallokation

- Investitionen in Projekte mit positivem Gegenwartswert
- Capital Asset Pricing Model
  - Modell zur Berechnung eines Diskontierungsfaktors, mit welchem der Gegenwartswert festgestellt werden kann
- Kapitalallokation orientiert sich an den Preisen für Zeit- und Risikopräferenz des gesamten Kapitalmarktes

# Idealer Aktionär

Idealvorstellung	Realität
<ul style="list-style-type: none"><li>• Verbesserung interner Kapitalallokation</li><li>• Capital Asset Pricing Model</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Ermessensspielraum des Managements</li><li>• Indirekte Kontrolle</li></ul>

# Idealer Aktionär

## Missbrauchspotenziale aktiver Aktionäre

- Verkürzung des Zeithorizonts unternehmerischer Investitionen
  - Spezifische Zeit- und Risikopräferenz der Aktionäre
- Manipulation des Gewinnstroms und der Informationen
  - Interesse an Kursschwankungen
  - Harte Insiderinformation → kurzfristige Investition
  - Weiche Insiderinformation → langfristige Investition
- Interessenkonflikt zwischen den Aktionären

# Kritikpunkte

1. Ist eine Stärkung des Aktionärs generell sinnvoll?
2. Gibt es den missbräuchlichen Aktionär?
3. Gibt es das Ideal des institutionellen Investors?