

Aktionäre sind für Unternehmensaufsicht verantwortlich – Pensionskassen zu aktiver Rolle aufgefordert

Aktienstimmrechte dürfen nicht brachliegen

Von Till Spillmann

Wieder stehen wir vor der Saison der Generalversammlungen schweizerischer Publikumsgesellschaften. Im vergangenen Jahr sind die Anlässe von einigen wenigen Ausnahmen abgesehen erstaunlich ruhig über die Bühne gegangen. Selbst Versammlungen, für die die Presse – sei dies nun zu Recht oder zu Unrecht – einen Aufstand der Aktionäre angekündigt hatte, blieben ereignisarm. Die Medien publizierten etliche Artikel zur Frage der Indolenz, der Passivität der Aktionäre.

Oft hiess es, dass neben Dominique Biedermann, Chef der Anlagestiftung Ethos und erklärter Winkelried der Aktionäre (sagt zumindest die «NZZ am Sonntag» vom 18. April 2004), die überwältigende Mehrheit der Aktionäre selbst in Fällen offensichtlicher Unregelmässigkeiten oder zumindest fragwürdiger strategischer Entschiede des Managements stumm bleibt. Und wenn sich die Kleinaktionäre einmal wehren, bleiben sie frustriert, da erfolglos, zurück. Denn die grosse Mehrheit der vertretenen Aktienstimmen ist institutionellen Investoren zuzuordnen, und die stimmen, wenn überhaupt, regelmässig im Sinne des Verwaltungsrats der betreffenden Publikumsgesellschaft.

Institutionelle haben Gewicht

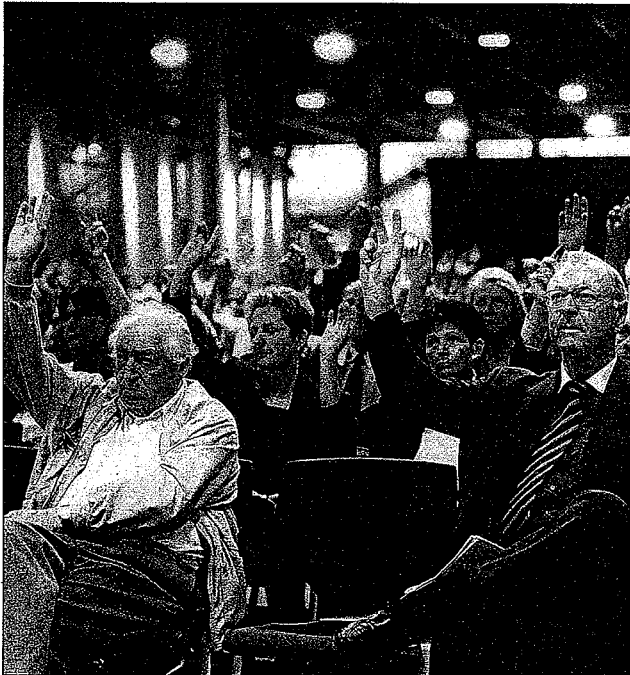
Das (rechtlich) Bedenkliche daran ist, dass dies in den allermeisten Fällen tun, ohne ihr Stimmverhalten zu reflektieren. Leider noch zu oft vergessen geht, dass den kleinen Aktionären, die häufig Arbeitnehmer sind, mit ihren Pensionskassenansprüchen indirekt auch eine gewichtige Stimme in den Generalversammlungen zukommen sollte.

In der Schweiz sind die Pensionskassen mit schätzungsweise 10% Anteil die bedeutendsten Investoren am Aktienmarkt. Würde man die Vorsorgegelder, die durch Versicherungen und im Rahmen der dritten Säule durch Anlagefonds investiert werden, dazunehmen, wäre die Zahl noch eindrücklicher. Die durch diese Titel vermittelten Aktienstimmen liegen jedoch weitgehend brach. Die Pensionskassen sind auf diese Weise Teil des Problems der passiven Haltung der Aktionäre und tragen zur volkswirtschaftlich ineffizienten Allokation von Eigentumsrechten bei.

Stimmen sind bis zu 20% wert

Weit verbreitet ist die Meinung, dass die Ausübung der Aktienstimmrechte – falls sie überhaupt in Erwägung gezogen wird – im alleinigen Ermessen der Pensionskassenverwalter liegt. Mithin wird angenommen, dass sie politische, ethische, ökologische und weitere Interessen berücksichtigen oder am besten gleich alle Anspruchsberechtigten konsultieren sollten.

Die gesetzlichen Vorschriften für die Vermögensverwaltung von Pensionskassen enthalten zwar keine explizite Anweisung für das Stimmverhalten, immerhin sind die Kassen seit einigen Jahren aber verpflichtet, die Wahrnehmung der Stimmrechte schriftlich in einem Reglement festzuhalten, wobei einer solchen Pflicht auch entsprochen werden kann, indem schriftlich festgelegt



Pensionskassen sind implizit zu einem Mitstimmen an den Generalversammlungen verpflichtet, weil die Aktionärsrechte Einfluss auf den Wert der Unternehmen haben. BILD: SILVIA LUCKNER

wird, die Stimmrechte nicht auszuüben.

Weiter aber sind die Pensionskassen, um die Interessen der Versicherten zu wahren, wegen der geltenden Anlagegrundsätze über Sicherheit, Ertrag und Liquidität zu einer risikobereinigten Ertragsoptimierung verpflichtet. Dies bedeutet, dass – immer vor dem Hintergrund der Risikofähigkeit – jede Pensionskasse den Vermögensertrag und die Rendite zu optimieren hat. Pensionskassenverwalter müssen sich deshalb über die Ausübung der Stimmrechte Gedanken machen. Wenn immer sie zum Schluss kommen, dass die Ausübung von Stimmrechten dazu beitragen kann, die Rendite der Valoren zu steigern beziehungsweise einen Wertverlust zu verhindern, sind sie rechtlich (implizit) verpflichtet, davon auch Gebrauch zu machen.

Dass Aktienstimmrechten ein ökonomischer Wert zukommt, belegen nicht nur Untersuchungen zum Wert des Stimmrechts, die von bis zu 20% des Aktienwerts ausgehen, sondern auch verschiedene Studien, die in letzter Zeit zum Wert guter Corporate governance publiziert wurden. Gemäss diesen Studien hat eine gute Führungsaufsicht einen günstigen Einfluss auf den ökonomischen Erfolg eines Unternehmens. Durchgesetzt wird Corporate governance mit informellen Gesprächen mit dem Management, aber besonders auch über die Wahrnehmung von Stimmrechten – manchmal nur schon mit ihrer Androhung. Diese ökonomische Bedeutung der aktiven Haltung der Aktionäre hatte auch der Gesetzgeber im Auge, da er im Aktionär nicht nur einen Kapitalgeber erkennt, sondern auch ein Mitglied

der Körperschaft, die den Einsatz des Kapitals in seinen Grundzügen festlegen und kontrollieren soll.

Trotz dieser rechtlichen Pflicht werden immer wieder verschiedene Gründe angeführt, weshalb institutionelle Investoren, besonders Pensionskassen, Stimmrechte nicht wahrnehmen sollen. So taucht in diesem Zusammenhang oft das Argument auf, Pensionskassenverwaltern fehle das unternehmerische Know-how, um Aktienstimmrechte auszuüben. Doch die Wahrnehmung von Aktienstimmrechten hat mit unternehmerischer Tätigkeit nichts zu tun. Die Rolle des Aktionärs ist es, Geld zur Verfügung zu stellen und die Rahmenbedingungen zur Wertvermehrung zu schaffen, kurz: für eine gute Corporate governance zu sorgen.

Als Eigentümer kompetent

Dabei handelt es sich weder um strategische noch um operative Entscheidung; die stehen allein dem Verwaltungsrat und dem Management zu. Doch wenn man zutraut, Millionen Franken in Aktien zu investieren, dem sollte man auch zutrauen, die fundamentalen Rahmenbedingungen zu schaffen und im Falle schlechter Unternehmensführung kontrollierende Massnahmen zu ergreifen. Eine professionelle Vermögensverwaltung verfügt sehr wohl über die dafür nötige Kompetenz.

Weiter wird auf eine Reihe bestehender Interessenkonflikte hingewiesen, die die Wahrnehmung von Stimmrechten unvorteilhaft lassen. So heisst es immer wieder, die Interessen der Arbeitnehmer seien nicht unbe-

dingt deckungsgleich mit ihren Interessen als Pensionskassenanspruchsrechte. Das ist richtig und auch gut so, denn wenn schon Arbeitsplätze vernichtet werden, sollen nicht auch noch die Rentenansprüche mit in den Abgrund gerissen werden.

Die Arbeitnehmer würden bei einem Gleichschalten der Interessen einem unverantwortlichen Klumpenrisiko ausgesetzt. Die Pensionskassenverwalter haben deshalb strikte die Interessen der Anspruchsberechtigten zu wahren, wie etwa das Arbeitsrecht strikte die Interessen der Arbeitnehmer schützt. Die paritätische Zusammensetzung des obersten Gremiums der Pensionskassen ist denn auch vor diesem Hintergrund zu verstehen. Die Arbeitnehmer sind darin gleichberechtigt vertreten, nicht um ein weiteres Forum für Arbeitnehmerinteressen zu erhalten, sondern um ihre Rentenansprüche zu sichern.

Treuhänderische Rolle . . .

Schliesslich wird auch angeführt, Pensionskassen würden ihre Arbeitgeberunternehmen schädigen, wenn sie in Gesellschaften, mit denen es Geschäftsbeziehungen pflegt, an Generalversammlungen auffallend auftraten. Dass solche Interessenkonflikte bestehen, kann nicht in Abrede gestellt werden. Ihre Bedeutung sollte aber nicht überschätzt werden. Zum einen liegen solche Konstellationen nicht allzu oft vor, und zum anderen kann sich eine Ausübung von Stimmrechten, die sich an der etablierten Norm (Best practices) orientiert, unter professionellen Geschäftspartnern mittel- und langfristig nicht ernsthaft unvorteilhaft auswirken. Es gilt in diesem Zusammenhang zu betonen, dass die Pensionskassenverwalter nicht die Interessen der Arbeitgeberunternehmen zu wahren haben, sondern allein die der Versicherten.

Erfreulich ist, dass sich eine vermehrte Sensibilisierung der Institutionellen feststellen lässt. Immer mehr Pensionskassen, es sei hier nur die BVK Zürich erwähnt, und andere institutionelle Investoren wie der AHV-Ausgleichsfonds nutzen die Aktienstimmen. Sie tun dies nicht selten unter Zuhilfenahme professioneller Stimmrechtsberater wie etwa der Anlagestiftung Ethos. Die Mobilisierung weiterer institutioneller Anleger vergrössert die Chance, dass sich die Ausübung der Stimmrechte lohnt. Ein solches Vorgehen ist zu begrüssen, denn der Aktionär profitiert, wenn er dem Unternehmen bzw. den verantwortlichen Personen Leitplanken setzt und die Einhaltung kontrolliert.

. . . verlangt überlegtes Stimmen

Hier wird nicht einem blinden Aktionärsaktivismus das Wort geredet, sondern vielmehr gefordert, dass die institutionellen Investoren, die das ihnen zur Verfügung gestellte Kapital im Interesse Dritter und deshalb mit grösster Sorgfalt anzulegen haben, einen den gesetzlichen Vorgaben entsprechenden verantwortungsvollen Umgang mit den Aktionärsstimmrechten pflegen. Denn nur auf diese Weise wird dem Umstand Rechnung getragen, dass auch die Aktienstimmrechte einen ökonomischen Wert haben und somit Vermögensbestandteil einer Aktie sind. Interessanterweise wird umgekehrt das Abstossen einer Beteiligung auch als «mit den Füssen stimmen» bezeichnet.

Damit kommt auf prägnante Weise zum Ausdruck, dass ökonomisch gesehen Vermögensrechte Stimmrechte und Stimmrechte Vermögensrechte verkörpern. Es drängt sich deshalb geradezu auf, die Stimmrechte in derselben Weise wie die Vermögensrechte zu bewirtschaften. Ein Pensionskassenverwalter, der die Stimmrechte der Kasse unreflektiert nicht ausübt oder sie ebenso gedankenlos dem Organvertreter und damit dem Verwaltungsrat der Gesellschaft überträgt, bewegt sich rechtlich jedenfalls auf heiklem Terrain. Es ist deshalb zu hoffen und zu fordern, dass die institutionellen Investoren und besonders die Pensionskassen in der vor uns liegenden Saison der Generalversammlungen aktiv auftreten.

AUSLANDSKOMMENTAR

Austria feiert

Von René Bondt



Wie ein Lausache Geschichte sagt man über seine wärtige pr und gesell liche Austr Klammert r historischer mos der J derte üt

nenden Habsburger-Monarchie blickt Österreich auf ein Menschenalter zurück. Die I. R – nach dem verlorenen Erster Krieg gegründet und 1938 nach tischen, konservativen und faschistischen Experimenten Hitler-Deutschland aufgesogert für Jubelfeiern nichts her. Ums siver memoriert die II. österrei Republik in diesem Jahr eine f von jüngeren Ereignissen.

Sechzig Jahre alt ist heuer eb Republik, die 1945 unter der schen Auge der alliierten Besa Leben gerufen wurde. Vor Jahren entliessen die vier Sieger Österreich durch Staatsvertrag Unabhängigkeit. In jenem Jal trat das Land auch der U: während die Metropole Wien Wiedereröffnung von Burghter Staatsoper glanzvolle Traditio zusetzen begann. Kultur ande liefert seit einem halben Jahr das österreichische Fernsehen. verweist die offizielle Festage zehn Jahre EU-Mitgliedscha wenn man den Kanon der Sti weiterspinnen will, so kan anfügen, dass die schwarz-blau rung unter ÖVP-Kanzler W Schüssel dieses Jahr ihren Geburtstag feiern kann.

Feiern ist im letzteren Fall al eine milde Übertreibung, de einiger Zeit knirscht es vernehr: Gebälk der ÖVP-FPO-Koalition sel nützt die Schwächenfälle (heitlichen, um Personal und Pr der Regierung nach seinem G ohne Rücksicht auf den Junio umzuformen. Im «Fernduell» 1 Haider, der grauen Eminenz der lichen, hat der Kanzler gege eindeutig die Nase vorn. Und es aus, als wolle die Volkspa geballte Ladung runder Geb die sich demnächst in einem von Staatsakt, Ausstellung andern Höhenflügen der Eve über die Republik ergriessen w die eigenen Mühlen leiten und politisch vereinnahmen.

Das löste Missvergnügen sozialistischen Opposition a Vertreter der SPÖ-Führung angriffig, seine Partei wolle Manipulationsversuche der Re antreten und «den Kampf i historische Deutungsmonopol i Gegen den Kanzler gerichtet, b- Clubobmann Josef Cap gifli kenn den Schüssel. Wenn's ihr feiert er auch dreissig Jahre H tenbär.» SPÖ-Chef Alfred Gus dozierte, die zweite österre. Republik habe durchaus Gru Erfolge zu feiern: Demokratie, und Sozialstaat. Freilich sei in Jahr 2005 auch eine Diskussion fällig, «was die Regierung ma diese Erfolgsfaktoren zu besp Spätestens nach dem dritten Si fuhr Gusenbauer fort, werde i das «kollektive Gähnen» einset

Um die Öffentlichkeit dem Laune zu halten, bemüht sic reichs scharfzüngige Kultu Medienszene, ihren Schmä Festkalender beizusteuern u zweckhaften Zeitgeist-Patri anzufeuern. Das von Schüsse: tierte «Gedankenjahr» mutiert sen Kreisen flugs zum «Hinte kenjahr». Austrias Spitzenbühd dazu Anschauungsunterricht Fünfzigsten nimmt das Bur «König Ottokars Glück und I

UP AND DOWN

© HORSCH

IMMER MEHR GROSSE TRADITIONSUNTERNEHMEN SIND IN GROSSEN SCHWIERIGKEITEN

BEI UNS KLEINEN TRADITIONS-UNTERNEHMEN HABEN "SCHWIERIGKEITEN" TRADITION