

Die Stellung des Aktionärs in Theorie und Praxis

Bachelor Arbeit

in

Banking und Finance

am

**Institut für schweizerisches Bankwesen
der Universität Zürich**

bei

PROF. DR. ALEXANDER WAGNER

Verfasser: ROMAIN PARATTE

Abgabedatum: 20. Januar 2010

Executive Summary

Inhalt der Arbeit

Moderne Publikumsgesellschaften sind durch eine Trennung von Eigentum und Kontrolle geprägt. Während die Aktionäre als Eigentümer der Publikumsgesellschaft das Residualrisiko tragen, liegen die Entscheidungen beim Management der Publikumsgesellschaft. Diese Arbeit befasst sich einerseits mit der Trennung von Eigentum und Kontrolle bei Publikumsgesellschaften und mit den Gründen, die zu dieser Trennung führten sowie den positiven und negativen Auswirkungen für die Aktionäre der Publikumsgesellschaft und der Gesellschaft. Andererseits befasst sich diese Arbeit mit den rechtlichen und wirtschaftlichen Aspekten des Aktionariats einer Publikumsgesellschaft in der Schweiz. Es werden die verschiedenen Aktionärsgruppen sowie deren Entwicklung und Bedeutung in der Schweiz und externe Ereignisse, die wichtige Veränderungen hervorgerufen haben, aufgezeigt.

Vorgehen

Anhand einer umfassenden Recherche wurden die verschiedensten Literaturen gesammelt um die historische Entwicklung der Publikumsgesellschaften zu verstehen. Aufgrund der ausführlicheren Literatur aus den Vereinigten Staaten und deren Vorreiterrolle bei der Entwicklung des Systems der Publikumsgesellschaft wurde der Schwerpunkt der historischen Untersuchung auf die Vereinigten Staaten gesetzt. Nichtsdestotrotz wird auch die Schweiz berücksichtigt.

Anschliessend wurde im zweiten Teil der Arbeit über die Entwicklung des schweizerischen Aktienrechts und des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel sowie deren Auswirkungen auf das Aktionariats von schweizerischen Publikumsgesellschaften recherchiert. Es wurde nach den verschiedenen Pflichten und Rechten der Aktionäre in der Schweiz gesucht, um diese anschliessend kritisch zu hinterfragen. Danach wurden die Investoren auf dem Schweizer Aktienmarkt in zwei Gruppen gegliedert und deren Entwicklung und Bedeutung insbesondere in der Schweiz, aber auch in den Vereinigten Staaten aufgezeigt. Abschliessend befasst sich diese Arbeit mit den Ursprüngen und dem aktuellen Stand der Corporate Governance Diskussion im angelsächsischen Raum und der Schweiz, die unter anderem bezüglich der Trennung von Eigentum und Kontrolle geführt wird.

Resultate

Die Trennung von Eigentum und Kontrolle bei Publikumsgesellschaften ist historisch gesehen unausweichlich und durch die Entwicklungsgeschichte des Systems der Publikumsgesellschaft begründet. Das Aufkommen des Systems der Publikumsgesellschaft, die damit eingehende Machtkonzentration der Publikumsgesellschaften sowie die Revolution

der Manager und die Zerstreung und Zunahmen von Aktionären sind die Hauptgründe für die Trennung von Eigentum und Kontrolle der Publikumsgesellschaften in den USA. In der Schweiz ist die Trennung weniger stark ausgeprägt als in den Vereinigten Staaten, da die Konzentration der Eigentümer viel höher ist aufgrund der Wichtigkeit der Banken und Versicherungen in unserer Gesellschaft sowie der historischen Bedeutung von Familien, die meistens eine kontrollierende Mehrheit über ihre Publikumsgesellschaft halten.

Die Trennung von Eigentum und Kontrolle bei Publikumsgesellschaften und die damit eingehende Interessendivergenz zwischen Aktionäre und Management, haben positive und negative Folgen mit sich gebracht. Die bestimmende theoretische Perspektive auf diese Interessendivergenz liefert die Prinzipal-Agenten-Theorie. Unterschiedliche Verfügungsrechte über Kapital und Vermögen, unterschiedliche Anreizstrukturen sowie Informationsunvollkommenheiten zwischen Eigentümer und Manager sind die drei Hauptursachen für die Probleme bei der Trennung von Eigentum und Kontrolle. Mögliche Lösungsansätze um dieses Prinzipal-Agenten Problem zu entschärfen sind mit Kosten, den Agentenkosten, verbunden. Die Trennung von Eigentum und Kontrolle für eine Publikumsgesellschaft ist jedoch lohnenswert, da die Vorteile grösser sind, als die daraus resultierenden Agentenkosten.

Die hochaktuelle Corporate Governance Diskussion, die im angelsächsischen Raum Anfangs der 70er Jahren auftauchte, wurde durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle begründet. Als die Entscheidungsträger nicht mehr das entsprechende Risiko zu tragen hatten, sollte die Aktionärsstellung direkt oder indirekt geschützt werden. In der Schweiz wurden die Grundsätze für Corporate Governance im „Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance“ niedergeschrieben. Eine solche Richtlinie im Sinne einer Zusammensetzung von „Best Practices“ gibt es in den Vereinigten Staaten nicht.

Die Rechte und Pflichten eines Aktionärs sind in der Schweiz im Aktienrecht und im Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel verankert. Die Geschichte des Schweizer Aktienrechts war von Anfang an von einem wirtschaftlichen Liberalismus geprägt. Die Reform des Aktienrechts im Jahr 1991 und deren Neuerungen betrafen hauptsächlich die Publikumsgesellschaft. Der Schutz der Aktionäre und Gläubiger wurde verstärkt, indem die Transparenz der Rechnungslegung der Publikumsgesellschaften markant verbessert wurde.

Bezüglich der Rechte der Aktionäre ist die Indolenz der Aktionäre, auch rationale Apathie genannt, besonders zu erwähnen. Es wird davon ausgegangen, dass die meisten Aktionäre indifferent, passiv und jedwelchen Aufwand scheuen, was zu einer Machtverschiebung vom Aktionariat hin zum Management führt. Das schweizerische Aktienrecht wird als Teilschuldiger bezeichnet, aufgrund der verschiedenen rechtlichen Bestimmungen, welche die Aktionäre in die Passivität drängt.

Bei den Untersuchungen des Aktienmarktes in den Vereinigten Staaten und vor allem in der Schweiz wurden die Publikumsinvestoren, also die individuellen und institutionellen

Investoren, betrachtet. Der Aktienmarkt der USA ist weiter entwickelt und hat eine grössere Bedeutung als derjenige der Schweiz. Beide Aktienmärkte haben ab Mitte des 20. Jahrhunderts aufgrund des Vorsorgesystems und der Pensionskassen eine Institutionalisierung durchgemacht. In den Vereinigten Staaten sind über 60% der Investoren institutionelle Investoren, während dieser Wert in der Schweiz unter 50% liegt. Der Anteil individueller Investoren hat sich in der Schweiz seit 2000 auf ungefähr 20% eingependelt, was einem der weltweit höchsten Aktionärsanteile entspricht. Zu bemängeln ist die schlechte Diversifikation der Portfolien von Schweizer individuellen Investoren aufgrund der ausgeprägten Heimmarktorientierung.