

# Aktionärsstruktur und Unternehmenspolitik – Bedeutung für die Sicherheit des Bankensystems<sup>1</sup>

Urs W. Birchler\*

## 1. Einleitung

In den vergangenen Jahren ist der Anteil institutioneller Anleger am Gesamtbestand schweizerischer Aktien gestiegen. Gleichzeitig haben die privaten Haushalte Aktien verkauft. Der Einfluss einzelner – vor allem institutioneller – Anleger auf die Politik der Unternehmen nimmt dadurch zu. Das bei Publikumsgesellschaften in der Vergangenheit oft passive Aktionariat dürfte künftig vermehrte Ansprüche auf die Wahrung seiner wirtschaftlichen Interessen – im Sinne einer Maximierung des *shareholder value* – anmelden.

Der vorliegende Aufsatz geht der Frage nach, wie sich der stärkere Einfluss einzelner Aktionäre auf die Unternehmen auswirkt. Anschliessend untersucht er den Einfluss von Grossaktionären auf die Sicherheit von Banken.

## 2. Die Aktionärsstruktur im Ausland und in der Schweiz

### a) Die Anteile verschiedener Aktionärsgruppen in der Schweiz

Die Schweizer Aktien gehören zu je ungefähr einem Drittel (1.) privaten inländischen (d.h. in der Schweiz domizilierten) Haushalten und Unternehmen (ausserhalb des Finanzbereichs), (2.) inländischen institutionellen Anlegern sowie (3.) ausländischen Aktionären (Tabelle 1).

Die privaten Haushalte im In- und Ausland besitzen schätzungsweise zwischen 20% und 30% der

Schweizer Aktien. Die Publikumsanleger sind demnach klar in der Minderheit.

Die (nichtfinanziellen) Unternehmen, als zweitwichtigste Gruppe, weiteten ihre Aktienbestände in den vergangenen fünf Jahren kräftig aus. Die Unternehmen halten Aktien vor allem aus zwei Gründen. Zum einen handelt es sich um langfristige Beteiligungen, z.B. an Konzerngesellschaften. Diese dürften insofern eher zu hoch ausgewiesen sein, als das Kapital innerhalb mehrstufiger Holdingstrukturen mehrfach gezählt wird. Zum andern sind die Aktien der Unternehmen Teil ihrer Finanzanlagen. Diese können als «Kriegskasse» für Übernahmen oder als Polster bei schlechtem Geschäftsgang dienen. Die Finanzanlagen (Wertschriften plus liquide Mittel) der grösseren Schweizer Publikumsgesellschaften liegen grösstenteils im Bereich zwischen 10 und 25% der Bilanzsumme.<sup>2</sup>

**Tabelle 1: Bedeutung verschiedener Anlegergruppen in Schweizer Aktien<sup>1</sup> (in Prozent)**

	Zuwachs 1988–93	Anteile 1993
Private Haushalte	49	20,1
Unternehmen <sup>2</sup>	140	16,4
Finanzsektor <sup>3</sup>	247	23,7
Stiftungen <sup>4</sup>	143	2,0
Öffentliche Hand und übrige	35	2,1
Total Inland <sup>5</sup>	99	64,3
Ausland	141	35,7
Gesamttotal	112	100,0

Quelle: Interne Statistiken der SNB  
Geschäftsberichte der Banken  
eigene Schätzungen

<sup>1</sup> inkl. Warrants

<sup>2</sup> sog. nichtfinanzielle Unternehmen, inkl. Holdinggesellschaften

<sup>3</sup> Umfasst Banken (ohne Warrants, inkl. Beteiligungen; Verbuchung z.T. unter dem Marktwert), Anlagefonds und Finanzgesellschaften (inkl. ausländisch domizilierte Fonds schweizerischer Banken, als Aktiengesellschaften organisierte Gemeinschaftsvermögen sowie Finanzgesellschaften, exkl. Holdinggesellschaften), Pensionskassen sowie Versicherungen (inkl. Sozialversicherung)

<sup>4</sup> sog. private Institutionen ohne Erwerbsscharakter

<sup>5</sup> inkl. Fürstentum Liechtenstein

\* Ressort Bankwirtschaft der Schweizerischen Nationalbank.

<sup>1</sup> Diese Untersuchung beruht z.T. auf Unterlagen, welche von den Studenten zusammen mit dem Verfasser im Rahmen der Vorlesung «Institutionen und Finanzmärkte» im Wintersemester 1993/94 an der Hochschule St. Gallen erarbeitet wurden. Der Autor ist insbesondere Herrn Henrik A. de Koning zu Dank verpflichtet.

<sup>2</sup> Quelle: Schweizer Aktienführer 1994/95, «Finanz und Wirtschaft», Zürich.

Die institutionellen Anleger (Banken, Anlagefonds, Pensionskassen, Versicherungen, Stiftungen, Finanzgesellschaften) besitzen zwischen 30% und 50% des (im Inland gehaltenen) Kapitals Schweizer Aktiengesellschaften.

Die beiden wichtigsten Gruppen innerhalb der Institutionellen sind die Pensionskassen und die Anlagefonds. Das Vermögen der Pensionskassen dürfte Ende 1994 den Wert von 300 Mio. Fr. überschritten haben. Der Anteil der Aktien am Vermögen beträgt gut 10% (Ende 1992) bei einem Verhältnis inländischer zu ausländischen Aktien von 5:1. Das Vermögen der Pensionskassen dürfte sich in den kommenden zehn Jahren annähernd verdoppeln. Gleichzeitig wird der Aktienanteil vermutlich steigen: Die Renditevorgaben und die Freizügigkeit (Versiegen von Zügergewinnen) zwingen die Pensionskassen zu einer Performance, die nur mit einem gut diversifizierten Portefeuille renditestarker Titel erreichbar ist. Die (in der Vergangenheit schrittweise gelockerten) gesetzlichen Bestimmungen lassen eine beträchtliche Aufstockung der Aktienbestände zu. Die Anlagefonds (schweizerischer Banken) weiten ihre Aktienbestände ebenfalls aus (obwohl Aktienfonds in den vergangenen Jahren weit weniger erfolgreich waren als Obligationen- und insbesondere Geldmarktfonds).

Die Banken und die Versicherungen verfügen über geringere Bestände, welche zudem Beteiligungen an gleichartigen Unternehmen (Konzerngesellschaften) enthalten. Als Aktionärinnen ausserhalb des Konzerns sind Banken und Versicherungen nicht sehr wichtig. Die Pflicht, Aktienbestände mit

100% eigenen Mitteln zu unterlegen, gibt den Banken auch keinen Anreiz, über ihre Handelsbestände hinaus Aktien zu erwerben. Der Aktienbestand der Banken unterschätzt allerdings deren möglichen Einfluss auf die Politik der Unternehmen. Erstens verfügen die Banken über andere Einflussmöglichkeiten (Kreditbeziehung, Vertretung im Verwaltungsrat), und zweitens üben sie *de facto* zahlreiche Stimmen fremder Aktien aus (Depotstimmen, Stimmen eigener Anlagefonds, Stimmen aus Mitarbeiteraktien). Im Falle der Versicherungen ist immerhin die kräftige Zunahme der Aktienbestände seit 1988 bemerkenswert.

### **b) Die Anteile verschiedener Aktionärsgruppen in wichtigen Industrieländern**

Die Bedeutung der verschiedenen Aktionärsgruppen ist in den einzelnen Industrieländern recht unterschiedlich. Der Anteil der Versicherungen und Pensionskassen widerspiegelt die Art der Finanzierung der Sozialversicherung. In Tabelle 2 sind die Länder nach dem Verhältnis von Pensionskassenvermögen zu Bruttoinlandprodukt (BIP) (unterste Zeile) geordnet. Länder, deren Sozialversicherung vor allem auf dem Kapitaldeckungsverfahren beruht (CH, UK, USA), weisen relativ hohe Pensionskassenvermögen in Prozenten des BIP und (mit Ausnahme der Schweiz) entsprechend hohe Anteile von Versicherungen und Pensionskassen am Aktienbestand auf. In jenen Ländern, die bei der Finanzierung der Sozialversicherung fast vollständig auf das Umlageverfahren abstellen (D, F, I), ist der Aktienanteil von Versicherungen und Pensionskassen entsprechend tief. In der

**Tabelle 2: Anteile verschiedener Aktionärsgruppen am Kapital börsenkotierter Unternehmen (in Prozent)**

	CH	UK	USA	J	D	F	I
Private Haushalte	20,1	21,3	48,1	22,6	17,0	20,7	33,9
Unternehmen (nicht finanzielle)	16,4	3,6	14,1	24,8	42,0	54,5	23,0
Banken	4,7	0,9	0,3	26,7	10,0	4,3	9,9
Versicherungen, Pensionskassen und andere Finanzinstitutionen	13,4	57,9	30,9	21,3	12,0	4,1	1,4
Öffentliche Hand	2,1	3,9	-	0,7	5,0	4,5	27,0
Ausland	35,7	12,4	6,6	3,9	14,0	11,9	4,8
<i>pro memoria:</i>							
Pensionskassenvermögen in Prozenten des BIP	78,0	56,4	19,8	6,4	6,1	3,1	0,9

Quelle: Schweiz: Tabelle 1, übrige Länder: OECD (1995), Pensionskassenvermögen: Reisen (1994)

Schweiz liegt der Aktienanteil dieser Institutionen, nach dem hohen Verhältnis der Pensionskassenvermögen im Vergleich zum BIP zu schliessen, noch im Rückstand.

Der Anteil der Banken ist in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich gering. Eine wichtige Rolle spielen die Banken zusammen mit den Unternehmen hingegen in den stark konzerngeprägten Wirtschaften Japans und Deutschlands. In der französischen Wirtschaft dominieren Industriekonzerne (mit geringer Bankenbeteiligung). Auch in Italien dominiert die Industrieholdinggesellschaft, anders als in den übrigen Ländern jedoch unter starker Mitbeteiligung des Staates.

Die privaten Haushalte sind nur in den USA und – weniger ausgeprägt – in Italien die wichtigste Aktionärsgruppe. Die übrigen Länder liegen ungefähr auf schweizerischem Niveau. In keinem der untersuchten Länder erreicht hingegen der Anteil der Aktien im Auslandsbesitz den hohen schweizerischen Wert.

### **3. Die Stellung des Aktionärs gegenüber der Geschäftsleitung schweizerischer Gesellschaften**

#### **a) Der Konflikt zwischen Aktionär und Geschäftsleitung**

Das zunehmende Gewicht institutioneller Anleger dürfte die Unternehmenspolitik der Schweizer Unternehmen insofern beeinflussen, als sie das Kräfteverhältnis zwischen Aktionären und Geschäftsleitungen berührt.

Die für die Aktiengesellschaft typische Trennung von Eigentum und Geschäftsführung hat grosse Vorteile (Arbeitsteilung zwischen Kapitalgebern und Geschäftsführern, Aufteilung der Risiken durch beschränkte Haftung). Sie schafft aber auch einen latenten Interessengegensatz zwischen Aktionären und Geschäftsleitung. Währenddem die Aktionäre an einem maximalen Wert der Unternehmung interessiert sind, besteht der Nutzen der Geschäftsführer (Manager) aus Einkommen, Sicherheit und verschiedenen mit der Firmenleitung verbundenen Annehmlichkeiten

(interessante Arbeit, Prestige, luxuriöse Umgebung). Bereits Adam Smith (1776) erkannte den Interessengegensatz zwischen den Eigentümern und den Leitern der *joint stock companies*:

*The joint stock companies which are established for the public-spirited purpose of promoting some particular manufacture, over and above managing their own affairs ill, to the diminution of the general stock of society, can in other respects scarce ever fail to do more harm than good. Notwithstanding the most upright intentions, the unavoidable partiality of their directors to particular branches of the manufacture, of which the undertakers (managers) mislead and impose upon them, is a real discouragement to the rest and necessarily breaks, more or less, the natural proportion which would otherwise establish itself between judicious industry and profit, and which, to the general industry of the country, is of all encouragements the greatest and the most effectual. (Adam Smith [1776] 1976: II, 281–2)*

Die moderne Aktiengesellschaft als Nachfahrin der *joint stock company* entwickelte sich erst vom späten 19. Jahrhundert an zur dominierenden Gesellschaftsform. Berle und Means (1932) diskutierten als erste die Trennung von Eigentum und Management und deren Folgen. Eine vertiefte Analyse der Problematik begann hingegen erst mit dem Artikel von Jensen und Meckling (1976).

Jensen und Meckling untersuchen in einem ersten Schritt das Verhalten eines Firmenleiters, der selber Alleinaktionär ist. Sie nehmen an, dass dieser Eigentümer-Manager nicht nur finanzielle Interessen verfolgt, sondern aus seiner Tätigkeit auch einen immateriellen Nutzen zieht. Er optimiert sein Verhalten, wenn der Grenznutzen einer zusätzlichen Geldeinheit, die er (als Aktionär) aus der Firma zieht, gleich gross ist wie sein zusätzlicher Nutzen (als Manager), wenn er sie in der Firma belässt. In einem zweiten Schritt untersuchen Jensen und Meckling, was geschieht, wenn der Aktionär-Manager (im Sinne eines *going public*) einen Teil der Aktien verkauft. In dem Mass, als andere Aktionäre vorhanden sind, kann er die Vorteile aus der Leitung der Firma gewissermassen mit Rabatt beziehen. Er wird deshalb seine Hobbies stärker pflegen als vor dem Aktienverkauf. Die Autoren nehmen dabei an, dass der Firmenlei-

ter als Sachwalter (*agent*) der Aktionäre (*principals*) in seinem Verhalten nicht kostenlos überwacht werden kann. Gleichwertig wäre die Annahme, dass der Vertrag mit dem Firmenleiter nicht vollständig im Sinne einer Abdeckung sämtlicher Eventualitäten sein kann. Überwachungskosten oder unvollständige Verträge führen zu den erwähnten, mit der Trennung von Eigentum und Kontrolle verbundenen Agenturkosten.

Eigennützige Manager können der Unternehmung gemäss Jensen und Meckling und der auf diesen aufbauenden Literatur in der Praxis auf verschiedene Weise schaden. Der firmeninterne Konsum (luxuriöse Geschäftsräume, Dienstreisen) dürfte in der Mehrheit der Unternehmen nicht das grösste Problem darstellen. Grössere Werteinbussen verursacht vermutlich eine nicht-optimale Investitionspolitik. Das Vermögen eines Managers besteht zu einem grossen Teil aus Humankapital (dem Gegenwartswert seines zukünftigen Einkommens), welches bei Schwierigkeiten des Unternehmens rasch verloren geht. Ein auf sein Eigeninteresse bedachter Manager neigt deshalb zu einer vorsichtigen oder zu wenig gewinnorientierten Investitionstätigkeit. Riskantere, obschon unter Umständen sehr gewinnträchtige Investitionen meidet er. Umgekehrt investiert er auch ohne genügende Rentabilität, wenn dadurch die Erträge der Unternehmung breiter abgesichert werden können. Das Paradebeispiel ist die Übernahme einer unrentablen Firma zur Verbreiterung der Produktpalette eines Konzerns, d.h. zur Diversifikation des Humankapitals der Manager. Schliesslich kann ein eigennütziger Manager seinen Arbeitsplatz auch dadurch zu sichern versuchen, dass er die Tätigkeit des Unternehmens an seine eigenen Fähigkeiten anpasst.

Jensen und Meckling zeigen auch, wie der Markt Agenturkosten im Rahmen hält. Rationale Aktionäre sehen nämlich das Entstehen von Agenturkosten voraus und bieten entsprechend weniger für die ihnen vom Eigentümer-Manager angebotenen Aktien. Dieser trägt die Agenturkosten letztlich selbst. Er hat deshalb ein Interesse, sie zu begrenzen, indem er z.B. Verpflichtungen gegenüber den Aktionären eingeht (Abtretung wichtiger Entscheidungskompetenzen, Recht auf Einsicht in die Bücher) oder indem er für sich Anreize einbaut, im Interesse der Aktionäre zu handeln (er-

folgsabhängiges Salär). Auch die Einheits(inhaber)aktie ist ein Mittel, die Agenturkosten der Firmenleitung zu begrenzen. Sie verhindert, dass einzelne Aktionäre mittels billiger Stimmen sich die Firmenleitung und die damit verbundenen privaten Vorteile verschaffen können (vgl. Harris und Raviv, 1989).

Auf der Grundlage des theoretischen Artikels von Jensen und Meckling sind zahlreiche empirische Untersuchungen durchgeführt worden. Diese werden, soweit sie sich auf die Eigentümerstruktur beziehen, weiter unten besprochen.

### ***b) Die schwache Stellung des Aktionärs in der Schweiz***

Die Geschäftsleitungen schweizerischer Unternehmen geniessen traditionsgemäss einen beträchtlichen Freiraum gegenüber den Aktionären, d.h. den Eigentümern der Unternehmen. Dies führt dazu, dass die Aktionärsinteressen im Konfliktfall oft den Interessen der Geschäftsleitung weichen müssen. Einige Beispiele mögen dies verdeutlichen: Beschränkungen der Übertragung von Namenaktien schaden in der Regel den Aktionären, schützen aber die Geschäftsleitung vor unfreundlichen Übernahmen. Der mit der Vinkulierung verbundene Wertverlust kann beträchtlich sein. Hermann und Santoni (1989) weisen nach, dass der Wert des Aktienkapitals der Nestlé SA infolge der Zulassung ausländischer Aktionäre im Jahre 1988 (in Vorwegnahme der inzwischen erfolgten Revision des Obligationenrechts) um 4,3 Mrd. Franken oder um 21,8% anstieg. Schweizer Unternehmen halten teilweise hohe Bestände an Finanzanlagen: Liquide Mittel und Wertschriften zwischen 10 und 25% des Unternehmenswertes (Börsenkapitalisierung plus Fremdkapital) sind unter den grösseren (nicht finanziellen) Gesellschaften eher die Regel als die Ausnahme. Diese Finanzpolster geben den Geschäftsleitungen beträchtlichen Freiraum gegenüber Aktionären und Fremdkapitalgebern. Die Verwaltungsräte vieler Gesellschaften sind vermutlich zu gross. Ob ein Hang zu unnötigem Wachstum oder zu übertriebener Diversifikation, z.B. in Form von Firmenübernahmen, besteht, wie dies Black (1992a) für die Vereinigten Staaten behauptet, wäre zu prüfen. Ein Denken in Marktanteilen anstatt in Wert-

maximierung war mindestens in der Vergangenheit teilweise bei den Grossbanken zu beobachten; dieses hat Filialnetze entstehen lassen, die heute als eher zu dicht gelten.

Der Freiraum, über den die Geschäftsleitungen der Unternehmen verfügen, wird – ganz im Sinne von Jensen und Meckling (1976) – durch verschiedene Kontrollmechanismen begrenzt. Offenbar vermögen diese in der Schweiz das Interesse der Aktionäre an einer Maximierung des Unternehmenswertes gegenüber den Eigeninteressen der Geschäftsleitungen aber nur teilweise durchzusetzen:

Die Wahrung der Aktionärsinteressen wäre grundsätzlich die Aufgabe des Verwaltungsrates. Dieser spielt jedoch in der Schweiz in den wenigsten Fällen die Rolle einer von der Geschäftsleitung unabhängigen Kontrollinstanz. Zwar bestehen die Verwaltungsräte schweizerischer Unternehmen vorwiegend aus externen (d.h. nicht der Geschäftsleitung angehörenden) Mitgliedern, namentlich aus Vertretern von Banken oder Mitgliedern der Geschäftsleitung oder des Verwaltungsrats anderer Firmen. Dennoch liegt die Entscheidungsgewalt in der Praxis bei der Geschäftsleitung (verstärkt allenfalls durch den Delegierten oder den Vorsitzenden des Verwaltungsrates). Daran dürfte auch die neu ins Aktienrecht aufgenommene Aufzählung unübertragbarer Aufgaben des Verwaltungsrates (Art. 716a OR) wenig ändern.

Die relative Schwäche des Verwaltungsrates (und damit des Aktionariats) hat verschiedene Gründe: Erstens hängt der Verwaltungsrat in der Informationsbeschaffung stark von der Geschäftsleitung ab. Zweitens fehlt den Verwaltungsratsmitgliedern häufig die Zeit, vorhandene Informationen zu verarbeiten (externe, d.h. nicht mit der Unternehmung vertraute Mitglieder des Verwaltungsrates sind hier im Nachteil). Drittens ist die in der Schweiz vorherrschende Konsenskultur einer verstärkten Kontrolle der Geschäftsleitung nicht förderlich. Nach Auffassung von Meier-Schatz (1993) ist an den Sitzungen Schweizer Verwaltungsräte der Hang zum Ritual oft stärker als die Lust zur Debatte. Der Autor weist auch darauf hin, dass in verschiedenen schweizerischen Unternehmen *de facto* die Geschäftsleitung die Mit-

glieder des Verwaltungsrats auswählt anstatt (*de jure*) umgekehrt.

Die Interessen der Geschäftsleitung können denen der Aktionäre durch Vertrag angenähert werden. Ein wichtiges Vertragselement ist die Beteiligung der Geschäftsführer (oder eines weiteren Mitarbeiterkreises) am Geschäftserfolg. In der Schweiz kommen die Mitarbeiter bei 70–80% der Unternehmen in den Genuss einer Gewinnbeteiligung. Allerdings macht diese in der Regel nur 10–20% des Salärs aus. Die tatsächlich variable Komponente ist oft noch kleiner. Ferner kann die Geschäftsleitung die Bemessungsgrundlage der Gewinnbeteiligung auch durch buchhalterische Massnahmen beeinflussen. Zuverlässigere Anreize zur Maximierung des Unternehmenswertes schafft eine Mitarbeiterbeteiligung oder das Recht, Aktien der Gesellschaft zu einem vorgegebenen Preis zu beziehen (*stock option plans*). Zwei der drei Schweizer Grossbanken geben ihren Mitarbeitern die Möglichkeit, in beschränktem Ausmass Aktien ungefähr zum Nominalwert zu erwerben.

Der Kapitalmarkt bestraft schlecht geführte Unternehmen durch tiefe Kurse bzw. hohe Renditen, d.h. durch eine verteuerte Refinanzierung. In der Schweiz hängen jedoch viele Unternehmen kaum vom Kapitalmarkt ab. Die wichtigste Finanzierungsquelle sind traditionsgemäss einbehaltene Gewinne. Aufgrund der vorhandenen Zahlen – die besten Schätzungen finden sich in Egli (1991) sowie in Rich und Walter (1993) – finanzierten sich die Schweizer Unternehmen seit 1973 ungefähr zur Hälfte durch einbehaltene Gewinne. Ungefähr ein weiterer Drittel der Gelder stammt aus Bankkrediten. Anleihsenmissionen am Kapitalmarkt hingegen machen lediglich rund 15% der Finanzierung aus.

Die hohe Eigenfinanzierung gibt den Geschäftsleitungen der Schweizer Unternehmen beträchtlichen Freiraum. Anders als bei vorwiegender Fremdfinanzierung werden zufließende Mittel nicht als Zinszahlungen wieder abgeführt. Die Geschäftsleitung eines Unternehmens mit wenig Schulden verfügt deshalb über sogenannte freie *cash flows*, welche sich bei verschiedenen Schweizer Gesellschaften zu eindrücklichen «Kriegskassen» angesammelt haben. Diese Li-

liquiditätspolster verhindern, dass die Geschäftsleitung bei einem verschlechterten Geschäftsgang rasch Dritten (z.B. den Kreditgebern) Rechenschaft ablegen muss. Eine stärkere Fremdfinanzierung hätte umgekehrt den Nachteil eines grösseren Illiquiditätsrisikos. Eine Finanzierung mittels kurzfristiger Schulden erfolgt deshalb häufig über die Banken: mit diesen kann bei drohender Illiquidität besser über eine Umschuldung verhandelt werden als mit einer Vielzahl von Publikumsgläubigern (vgl. Diamond, 1994). Es erstaunt deshalb nicht, dass die Fremdfinanzierung der schweizerischen Unternehmen vor allem aus Bankkrediten besteht. Dies widerspiegelt weniger die «Macht der Banken» als vielmehr die Rolle des Bankkredits bei der Beschränkung der Illiquiditätskosten (siehe auch Rich und Walter, 1993).

Die Banken können eine Kontrollfunktion gegenüber den Geschäftsleitungen wahrnehmen. Erstens sind die Banken in vielen Verwaltungsräten personell vertreten. Zweitens sind sie – wie erwähnt – wichtige Kreditgeber. Drittens schliesslich verfügen sie aufgrund der ihnen anvertrauten Depotstimmen und der Stimmen ihrer Anlagefonds über ein bedeutendes Gewicht an den Generalversammlungen schweizerischer Unternehmen. Möglicherweise machen die Banken einen gewissen Einfluss auf die Geschäftsleitung der Unternehmen «hinter verschlossenen Türen» geltend. Vieles deutet jedoch darauf hin, dass die Banken in normalen Zeiten kaum eine wesentliche Kontrollfunktion ausüben. Sie stimmen an der Generalversammlung in aller Regel für die Anträge des Verwaltungsrates. Als Kreditgeber spielen sie eine aktive Rolle fast nur in Unternehmen, welche in eine akute Krise geraten sind und mit Bankhilfe saniert werden müssen.

Der Markt für Unternehmenskontrolle funktioniert in der Schweiz (wie in den meisten europäischen Ländern) verhältnismässig schlecht. «Unfreundliche» – d.h. von der Geschäftsleitung der Zielgesellschaft abgelehnte – Übernahmen sind selten. Die breite Streuung der Aktien, die erwähnte Rolle der Banken sowie die zulässigen Beschränkungen der Aktienübertragung (Vinkulierung) und des Stimmrechts (Obergrenzen für Stimmanteile) machen die Übernahme eines

Unternehmens gegen den Willen der Geschäftsleitung schwierig.

Immerhin versucht das neue Aktienrecht die Stellung des Aktionärs zu verbessern. So kann eine Gesellschaft die Übertragung von Namenaktien zwar noch ablehnen, muss aber in der Regel einen sogenannten «wichtigen Grund» abgeben können. Allerdings lässt das Gesetz Bestimmungen über die Zusammensetzung des Aktionärskreises als wichtige Gründe zu, was Übernahmen gegen den Willen der Geschäftsleitung stark erschwert (Art. 685b Abs. 1f. OR). Bei börsenkotierten Aktien sind nur noch Beschränkungen des prozentualen Anteils eines Aktionärs zulässige Ablehnungsgründe (Art. 685d OR). Auch ist der Aktionär besser gegen eine Verwässerung seiner Anteile geschützt (Art. 653c OR). Ferner wird der Erwerb eigener Aktien durch die Unternehmung eingeschränkt (Art. 659 OR); die Stimmrechte auf solchen Aktien ruhen (Art. 659a OR). Diese Bestimmungen erstrecken sich auch auf Aktien im Besitz von Tochtergesellschaften (Art. 659b OR) (nicht aber auf die Aktien einer Bank im Besitz ihrer Anlagefonds). Ebenfalls aktionärsfreundlicher ist schliesslich die Ausübung des Depotstimmrechts geregelt (Art. 689 OR).

Das kommende Börsengesetz dürfte die Stellung des Aktionärs gegenüber der Geschäftsleitung börsenkotierter Unternehmen hingegen eher verschlechtern, da die Bestimmungen betreffend Übernahmeangebote (Art. 22–33) und die Meldepflicht von Beteiligungen (Art. 20) unfreundliche Firmenübernahmen verteuern bzw. (noch) unwahrscheinlicher machen.

In einer speziell dem Thema Unternehmenskontrolle (*corporate governance*) in der Schweiz gewidmeten Studie kommt Meier-Schatz (1993) im Einklang mit anderen Autoren zum Schluss, dass in der Schweiz ein Problem der Unternehmenskontrolle bestehe. Er verwendet ähnliche Argumente wie die hier aufgeführten, betont jedoch besonders den Einfluss der «Geschäftskultur» (Zusammenhalt innerhalb der Verwaltungsräte), die geringe Bedeutung von Erfolgsprämien und die geringe Effizienz des Marktes für Unternehmenskontrolle. Im übrigen zitiert er zahlreiche Beiträge, welche Einzelaspekte genauer belegen.

## 4. Aktionärsstruktur und Unternehmenspolitik

### a) Theoretische Überlegungen

Berle und Means (1932) befürchteten in ihrem bereits erwähnten Werk, eine zunehmende Ballung von Aktien in der Hand institutioneller Anleger führe zu einer gefährlichen Machtkonzentration. Berle drückte dies in einem Interview mit *Dun's Review* später pointiert aus (Farrar und Girton, 1981):

*In recent years, stock has become more and more concentrated in the hands of institutional investors. Among the most powerful are the trust departments of big banks... About fifteen or twenty of the big banks through their trust departments could today mobilize voting control of a very large percentage of American industry... The current estimate – it frightens me – is that 1970 institutional investors will hold one-third of the stock of all corporations listed on the NYSE.*

Zahlenmässig hat Berle mit seiner Prognose ungefähr recht behalten (Tabelle 2), wenn er auch das Gewicht der Banken gegenüber anderen institutionellen Anlegern überschätzte. Die Auswirkungen der prognostizierten Entwicklung sind schwieriger zu beurteilen. Es trifft sicher zu, dass der Vormarsch institutioneller Anleger das Kräfteverhältnis zwischen Aktionären und Geschäftsleitungen verändert und damit indirekt auch den Wert der Unternehmen beeinflusst.

Theoretisch bedeutet ein steigender Anteil institutioneller Anleger eine aktivere Unternehmenskontrolle. Die von den (relativ wenigen) institutionellen Anlegern erworbenen Aktien stammen vor allem aus den Portfolios der (relativ zahlreichen) Haushalte. Deshalb steigen mit zunehmendem Gewicht der Institutionellen die Anzahl und die Stimmkraft derjenigen Aktionäre, für die es sich lohnt, die Geschäftsleitung zu überwachen. Gleichzeitig ändert auch die qualitative Zusammensetzung des Aktionärskreises. Institutionelle Aktionäre verfügen eher über die Kenntnisse, unternehmenspolitische Entscheide zu beurteilen, als Publikumsaktionäre.

Das von Jensen und Meckling (1976) beschriebene Trittbrettfahrerproblem wird dadurch ent-

schrärf: Bei breit gestreutem Aktienbesitz lohnt es sich für den einzelnen Aktionär kaum, Anstrengungen zur Informationsbeschaffung und zur Kontrolle des Managements zu unternehmen; Aktionäre mit grösseren Paketen hingegen können die Früchte von Kontrollanstrengungen zu einem grösseren Anteil selber ernten. Es ist deshalb theoretisch zu erwarten, dass eine Unternehmung unter sonst gleichen Umständen bei konzentrierterem Aktienbesitz stärker im Interesse der Aktionäre geführt wird und einen höheren Wert aufweist. Voraussetzung ist, dass die institutionellen Anleger in der Praxis auch tatsächlich bereit sind, eine aktive Rolle gegenüber den Geschäftsleitungen zu spielen.

### b) Empirische Untersuchungen

Der Einfluss der Aktionärsstruktur auf den Wert von Unternehmen wurde in den letzten Jahren in zahlreichen – v.a. amerikanischen – Studien untersucht. Eine Übersicht geben Servaes und Zenner (1994), Short (1994) sowie Black (1992 a), (1992 b).

Die empirische Literatur unterscheidet zwischen dem Einfluss einer Kapitalbeteiligung durch das Management (*inside equity*) und den Wirkungen unterschiedlicher Strukturen der Beteiligung durch aussenstehende Aktionäre (*outside equity*). Der vorliegende Abschnitt versucht eine grobe Zusammenfassung mit dem Vorbehalt, dass die Studien zum Teil nur schwer vergleichbar sind. Einerseits verwenden sie unterschiedliche Stichproben und Zeiträume, aber auch unterschiedliche Masse für die Aktionärsstruktur sowie für den Einfluss der Geschäftspolitik auf den Unternehmenswert.

Fast alle Untersuchungen gelten grossen oder zumindest börsenkotierten Unternehmungen. Die untersuchten Zeiträume umfassen zwischen zwei und achtzehn Jahren innerhalb der vergangenen vier Jahrzehnte. Die Aktionärsstruktur wird abgebildet mit unterschiedlichen Schwellenwerten für die Kapitalanteile der Manager oder der aussenstehenden Besitzer grösserer Pakete, aber auch mit Konzentrationsmassen (z.B. Herfindahl-Index), welche sämtliche Kapitalanteile berücksichtigen. Einzelne Studien versuchen, auch vor-

handene Beziehungen zwischen einzelnen Aktionären oder zwischen Aktionären und der Geschäftsleitung einzubeziehen.

Als Masse der Effizienz der Unternehmung wird eine Vielzahl von Grössen verwendet. Im Vordergrund stehen der Firmenwert, ferner die Profitabilität (Gewinnwachstum, Eigenmittelrendite u.a.); einzelne Untersuchungen verwenden Tobins q (Firmenwert/Wiederbeschaffungswert), andere die Prämie, welche ein Übernehmer zu zahlen bereit ist, wieder andere verwenden diskretionäre Entscheidungen wie z.B. die Einführung von Anti-Takeover-Massnahmen. Studien, die den Einfluss der Aktionärsstruktur auf das Risiko eines Unternehmens testen wollen, verwenden Masse wie die Volatilität der Börsenkapitalisierung oder der Gewinne.

### **Inside equity**

Die Kapitalbeteiligung des Managements (*inside equity*) müsste nach der Hypothese von Jensen und Meckling (1976) den Wert einer Unternehmung erhöhen, da sie Interessen von Managern und Aktionären annähert. Diese Wirkung lässt sich auch empirisch nachweisen. Die Resultate sind jedoch weniger deutlich, als dies theoretisch zu erwarten wäre. Zum einen dürfte auch für Geschäftsführer ohne Kapitalbeteiligung ein Anreiz zur Wertmaximierung bestehen (Reputation, direkte oder indirekte Beteiligung am Unternehmenserfolg). Zum andern hat eine Kapitalbeteiligung des Managements auch ihre Schattenseiten: Das Management einer Publikumsgesellschaft kann sich einem als «feindlich» empfundenen Übernahmeversuch bereits ab einem relativ geringen Kapitalanteil von rund 5% wirksam entgegenstellen. Der Widerstand des Managements gegen einen Übernahmeversuch kann entweder dazu führen, dass der Übernahmepreis in die Höhe getrieben wird, oder dazu, dass die Übernahme unterbleibt. Im einen Fall steigt der Wert der Unternehmung, im anderen fällt er (Stulz 1988). Slovin und Sushka (1993) bestätigen einen Teil der Hypothese von Stulz, indem sie zeigen, dass der Tod eines geschäftsführenden Grossaktionärs (und die meist folgende Aufteilung seines Pakets) den Wert einer Unternehmung erhöht. Der Firmenwert nimmt aus diesen Gründen nicht so

eindeutig und linear mit der Eigenbeteiligung der Manager zu, wie es die These von Jensen und Meckling erwarten liesse.

### **Outside equity**

Die Vermutung, wonach das Vorhandensein eines oder mehrerer aussenstehender Grossaktionäre den Wert einer Firma erhöht, wird empirisch im grossen ganzen bestätigt. Grossaktionäre kontrollieren nicht nur die Geschäftsführung besser, sie stellen sich auch eher gegen (wertmindernde) Massnahmen zur Abwehr von Übernahmeversuchen (Übertragungsbeschränkungen, Stimmrechtsaktien, Vorratsaktien ohne Bezugsrecht der bestehenden Aktionäre). Auf lange Sicht die beste Strategie gegen eine drohende Übernahme ist die Maximierung des Unternehmenswertes. Shleifer und Vishny (1986) können denn auch zeigen, dass die Drohung einer Übernahme durch einen vorhandenen Grossaktionär das Management zu besserer Wahrung der Aktionärsinteressen anspornt.

Der günstige Einfluss von Grossaktionären auf den Wert der Unternehmen ist aber nicht immer eindeutig. Bei mittleren Kapitalanteilen (zwischen 10% und 25%) werden zum Teil auch negative Auswirkungen gemessen. Aktionäre mit Paketen in dieser Grössenordnung sind offenbar mächtig genug, um sich Vorteile auf Kosten der Kleinaktionäre zu verschaffen. Bei einer Beteiligung von über 25% schwindet der Anreiz zur Erzielung von Privatvorteilen, da diese in bedeutendem Mass vom Grossaktionär selbst finanziert werden müssen.

Verhalten sich institutionelle Aktionäre verschieden von anderen Grossaktionären? Institutionelle Anleger nehmen gemäss Brickley, Lease und Smith (1988) aktiver an Abstimmungen teil als Publikumsaktionäre. Sie widersetzen sich wertmindernden Vorschlägen wie Abwehrmassnahmen gegen Übernahmen eher. Ausserhalb von Abstimmungen bleiben die Institutionellen aber offenbar eher passiv (Ausnahmen sind beispielsweise die sehr aktive kalifornische Pensionskasse CALPERS). Die Mehrzahl der Pensionskassen scheint nicht an unternehmerischer Mitverantwortung interessiert. Zudem können institutionelle Anleger



Interessenkonflikten unterliegen, z.B. dann, wenn sie Aktien von Firmen halten, mit denen sie eigene Geschäftsbeziehungen pflegen. Brickley, Lease und Smith (1988) können eine entsprechende Wirkung nachweisen: Institutionelle Anleger, die eigene Geschäfte mit den Unternehmungen pflegen, an denen sie beteiligt sind, wie Banken und Versicherungen, leisten eher Widerstand gegen wertmindernde Vorhaben der Geschäftsleitung im Vergleich zu neutralen Institutionen wie Pensionskassen und Anlagefonds (soweit die Politik eines Anlagefonds genügend unabhängig von der Depotbank ist).

### **c) Fazit**

Das Vorhandensein eines Grossaktionärs mit einem nicht zu hohen Kapitalanteil (bis ca. 5%) stärkt offenbar den Wert einer Unternehmung. Dies gilt auch, wenn der Grossaktionär an der Unternehmensführung beteiligt ist. Bei höheren Anteilen (10–25%) sind gegenläufige Wirkungen vorhanden. Ungünstig wirkt sich ein Grossaktionär dann aus, wenn er private Vorteile aus seiner Beteiligung ziehen kann.

Institutionelle Anleger sind insgesamt gegenüber den Vorschlägen der Geschäftsleitungen eher kritischer eingestellt als Publikumsaktionäre. Dies gilt allerdings dann nicht, wenn mit der fraglichen Unternehmung Geschäftsbeziehungen bestehen.

Diese Folgerungen beruhen auf amerikanischen Untersuchungen. Empirische Studien über schweizerische Unternehmen liegen nicht vor; ob die Aussagen auch unter schweizerischen Verhältnissen gelten, ist deshalb ungewiss.

## **5. Spezialfall: Banken unter dem Einfluss von Grossaktionären**

### **a) Theoretische Überlegungen**

Die oben besprochenen, aus Untersuchungen des Nichtbanken-Sektors gewonnenen Ergebnisse lassen sich nicht ohne weiteres auf Banken übertragen. Banken unterscheiden sich in verschiedenen – für das Verhältnis zwischen Aktio-

nären und anderen Parteien relevanten – Punkten von anderen Unternehmen.

Erstens besteht ein öffentliches Interesse an der Sicherheit der Banken: Einerseits genießt der Banksparende in der Schweiz einen gesetzlichen Schutz, andererseits hängt die Wirtschaft von der Kreditversorgung durch die Banken ab. Zudem können Probleme einer Bank rasch auf andere Banken übergreifen. Banken Krisen können eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik erschweren; auch die Nationalbank ist deshalb an einem stabilen Bankwesen interessiert.

Die Rentabilität und die Sicherheit einer Bank hängen eng zusammen. Einerseits kann eine gewinnträchtige Bank langfristig Eigenmittel bilden. Andererseits lassen sich Gewinne nicht ohne Risiken erzielen. Als Faustregel liesse sich deshalb sagen: Eine höhere Rentabilität beinhaltet kurzfristig grössere Risiken, langfristig erleichtert sie hingegen die Kapitalbildung und ist der Sicherheit der Bank eher zuträglich.

Zweitens kann ein massgeblicher Grossaktionär für eine Bank leichter gefährlich werden als für ein Industrieunternehmen, da er einen beherrschenden Einfluss eher zu seinen Gunsten ausnützen kann. Durch Kreditgewährung oder durch das Erbringen anderer Dienstleistungen, allenfalls auch durch die Preisgabe von Informationen oder die Beeinflussung von Kursen, kann eine Bank einem Grossaktionär oder ihm nahestehenden Firmen Vorteile verschaffen. Vor allem die Beteiligung an einer Universalbank, welche über vielfältige Beziehungen zum Rest der Wirtschaft verfügt, schafft Interessenkonflikte.

Drittens steht bei verschiedenen Schweizer Banken ein Teil der Aktienstimmen de facto unter dem Einfluss der Geschäftsleitung. Dazu gehören die Stimmen (a) aus Kundendepots bei der Bank und bei «solidarisch» stimmenden anderen Banken, (b) bankeigener Anlagefonds, (c) aus Beteiligungen nahestehender Unternehmen, (d) der Pensionskasse der Bank sowie (e) aus allfälligen Mitarbeiteraktien. Ein aussenstehender Grossaktionär braucht deshalb bei einer Bank einen höheren Kapitalanteil als bei einer anderen Unternehmung, um die von der Geschäftsleitung beeinflussten Stimmen aufwiegen und einen

Einfluss auf die Geschäftspolitik ausüben zu können.

Viertens hat eine Bank, mindestens ab einer gewissen Grösse, keinen wichtigen Kreditgeber, wie ihn viele Industrieunternehmen in Form ihrer Hausbank haben. Damit fehlt zum einen eine wichtige, an der Sicherheit der Bank interessierte Stimme und zum andern eine «weiche» Kreditform, d.h. eine, bei der bei schlechtem Geschäftsgang mit dem Gläubiger verhandelt werden kann, zur Verfügung (vgl. dazu Diamond 1994). Banken hängen stark von einer Vielzahl von kleinen Gläubigern ab, mit denen im Problemfall kaum verhandelt werden kann. Die Publikumsgelder üben eine relativ brutale Kontrollfunktion aus, indem sie zu einem grossen Teil kurzfristig zurückgezogen werden können. Rund 20 Prozent der Bilanzsumme der Schweizer Banken sind «kurzfristige Verbindlichkeiten» im Sinne der bankengesetzlichen Liquiditätsvorschriften. Das Damoklesschwert eines geballten Rückzugs der kurzfristigen Gelder hängt deshalb über Geschäftsleitung und Aktionären und zwingt die Bank zu einer verantwortlichen Geschäftspolitik. Calomiris und Kahn (1991) gehen sogar so weit, die «Fristentransformation» der Banken weniger mit der Schaffung von Liquidität für die Einleger, sondern mit der Notwendigkeit der Unternehmenskontrolle durch die Inhaber kurzfristiger Einlagen zu begründen. Einleger, die sich über die Bonität einer Bank informieren, werden für ihre Informationskosten dadurch entschädigt, dass sie bei einem Schaltersturm ihre Guthaben als erste zurückziehen können. Geschwächt wird die disziplinierende Wirkung der kurzfristigen Einlagen allerdings, wenn die Einleger durch die Bank getäuscht werden oder wenn sie auf Garantien durch Dritte zählen können, seien diese explizit (Einlagenversicherung, Staatsgarantie für Kantonalbanken) oder nur implizit.

Fünftens verfügen Banken über wenig Eigenmittel im Verhältnis zu ihrem Geschäftsvolumen (Bilanzsumme plus Ausserbilanzgeschäfte). Nur Versicherungen sind ähnlich knapp kapitalisiert bzw. so stark fremdfinanziert. Banken operieren also im Vergleich zu Unternehmen anderer Branchen relativ knapp an der Insolvenzgrenze. Bei ihnen tritt deshalb ein Problem auf, das bei vorwiegend selbstfinanzierten Unternehmen vernachlässigt

werden kann. Der Aktionär eines teilweise fremdfinanzierten Unternehmens hat nämlich einen Anreiz, hinter dem Rücken und zu Lasten der Fremdkapitalgeber dem Unternehmen Substanz zu entziehen oder Risiken aufzuerlegen. Bei knapp kapitalisierten Unternehmen ist dieser Anreiz besonders stark.

Am besten lässt sich dies erläutern durch die Darstellung der Aktie als Option. Eine Aktie eröffnet im Prinzip unbeschränkte Gewinnchancen, aber – dank der beschränkten Haftung des Aktionärs – ein limitiertes Verlustpotential. Eine Aktie stellt deshalb eine Call-Option auf das Firmenvermögen dar, deren Ausübungspreis gleich dem Nominalwert des Fremdkapitals ist. Der Aktionär kann, mit anderen Worten, bei Fälligkeit des Fremdkapitals zwischen zwei Möglichkeiten wählen: 1.) Er kann das Fremdkapital zurückzahlen, d.h. seine Kaufoption auf das Firmenvermögen gegenüber den Fremdkapitalgebern ausüben; 2.) er kann den Gläubigern die Vermögenswerte des Unternehmens als Konkursmasse überlassen, womit seine Option auf dieses Vermögen verfällt. Der Aktionär eines solventen Unternehmens (Firmenvermögen übersteigt den Nominalwert des Fremdkapitals) wird die erste Möglichkeit, der Aktionär einer insolventen Unternehmung die zweite wählen. Aufgrund dieser Optionsstruktur der Aktie hat der Aktionär ein Interesse, Substanz aus der Unternehmung herauszunehmen: Jede Auszahlung kommt ihm (abgesehen von Steuern) voll zugute, während der Wert seiner Aktie nicht um den vollen Ausschüttungsbetrag, sondern nur um den (geringeren) sogenannten Deltawert abnimmt. Ferner hat der Aktionär ein Interesse, das Risiko auf dem Firmenvermögen zu vergrössern: Im günstigen Fall fällt ihm der Gewinn zu, im ungünstigen Fall (Bankrott) verliert der Fremdkapitalgeber. Auch hier gilt, dass eine Option wertvoller wird, wenn die Volatilität des Grundkontraktes zunimmt. Eindruckliche Beispiele zur Bereicherung der Aktionäre amerikanischer Sparkassen auf Kosten der Fremdkapitalgeber in den achtziger Jahren gibt der weiter unten besprochene Artikel von Akerlof und Romer (1993). Eine interessante theoretische Erweiterung geben Cheney und Gibson (1993) anhand der sogenannten *down-and-out*-Option. Sie zeigen, dass der Wert der Option der Aktionäre – und damit der Anreiz, die Fremdkapitalgeber zu

schädigen – wesentlich geringer ist, wenn die Aufsichtsbehörde schwach kapitalisierte Banken frühzeitig schliesst, d.h. bevor die Vermögenswerte so weit aufgezehrt sind, dass das Fremdkapital nicht mehr gedeckt ist. Der Schutz der Aktionäre vor einem ungünstigen Geschäftsgang und die damit verbundene Enteignung der Einleger kommen bei frühzeitiger Schliessung nie voll zum Tragen.

## **b) Empirische Untersuchungen**

Es gibt wenige Untersuchungen über den Einfluss der Aktionärsstruktur auf Banken. In einer Studie über die Krise der amerikanischen Sparkassen in den achtziger Jahren finden Akerlof und Romer (1993) unter anderem einen starken – und häufig fatalen – Einfluss von Gross- oder Einzelaktionären auf die Geschäftspolitik der Sparkassen. Die Autoren bestätigen beide der oben optionstheoretisch begründeten Erwartungen, nämlich dass Aktionäre versuchen, (1.) die Risiken der Bank zu erhöhen und (2.) Substanz aus der Bank zu entnehmen. Beides ist um so attraktiver, über je weniger Eigenmittel die Bank verfügt, und um so erfolgreicher, je besser die Einleger durch eine Versicherung geschützt sind. Das Eingehen von Risiken wurde den Sparkassen durch eine weitgehende Lockerung ihrer gesetzlichen Anlagebeschränkungen und die Versicherung ihrer Einlagen erleichtert. Akerlof und Romer erwähnen aber sogar Beispiele, in denen Banken Projekte finanzierten, die vorhersehbar keine Chance hatten, je zu rentieren; aus Sicht der Aktionäre lohnte sich dies, weil diese Projekte in den ersten Jahren hohe (zum Teil ebenfalls von der Bank vorgeschossene!) Zinseingänge lieferten, welche ihrerseits hohe Buchgewinne und mithin Dividendenauszahlungen ermöglichten.

Saunders, Strock und Travlos (1990) untersuchen den empirischen Zusammenhang zwischen der Eigentumsstruktur von 256 amerikanischen Banken und dem Grad ihrer Risikoübernahme. Ihre Variable für die Eigentumsstruktur ist die Kapitalbeteiligung der Manager. Diese soll den Einfluss der Aktionäre auf die Geschäftspolitik messen. Die Autoren finden im Zeitraum 1978–85 Unterstützung für ihre beiden Hypothesen, nämlich dass (1.) ein stärkerer Einfluss der Aktionäre mit

höheren Risiken auf dem Bankvermögen einhergehe und (2.) dass dieser Zusammenhang in Zeiten der Deregulierung (in denen die Banken zusätzliche Anlagemöglichkeiten erhalten) enger ist. Sie schliessen daraus, dass die Bankenaufsicht ihre begrenzten Mittel vor allem in Deregulierungsphasen stärker auf aktionärsbeherrschte Banken (gemeint: solche, in denen die Manager relativ stark am Kapital beteiligt sind) richten sollten. Sie schlagen auch vor, Änderungen in der Eigentumsstruktur als Frühwarnsignale zu benutzen.

Park (1994) untersucht die Ursachen des stark verschlechterten Geschäftsgangs und der zahlreichen Zusammenbrüche amerikanischer Banken im Zeitraum 1975–90. Mit Stichproben von 318 bis 500 Banken testet er drei mögliche Ursachen: (1.) Risikoübernahme der Aktionäre auf Kosten der Einleger, (2.) «Flucht nach vorn» durch Manager unrentabler Banken sowie (3.) externe Schocks. Ebenfalls in die Schätzungen einbezogen sind Variablen für die Höhe des Eigenkapitals und für die Rentabilität. Das Risiko misst Park mit verschiedenen Hilfsgrössen wie Wachstum des Kreditvolumens, Anteil riskanter Kredite oder Art der Finanzierung. Generell findet er, dass knapp kapitalisierte oder wenig rentable Banken oft, aber nicht immer, hohe Risiken eingehen. Bei jenen Banken, die hohe Risiken wählen, findet Park einen gewissen Einfluss der Eigentumsstruktur, der allerdings wegen der schlechten Daten für diese Variable zu relativieren ist. Banken, die zu Multi-Bank-Holdinggesellschaften gehören, scheinen risikofreudiger zu sein als unabhängige oder zu Ein-Bank-Holdinggesellschaften gehörende Banken. Externe Schocks (z.B. der Rückgang der Immobilienpreise) spielten ebenfalls eine Rolle, allerdings vorwiegend bei den ohnehin riskant geführten Banken.

Schranz (1993) schliesslich untersucht, inwieweit eine Übernahmefähigkeit das Management einer Bank dazu antreibt, den Firmenwert zu maximieren. Die Autorin vergleicht Banken aus amerikanischen Bundesstaaten, in denen wegen gesetzlicher Hemmnisse kein funktionierender Markt für die Unternehmenskontrolle von Banken vorhanden ist, mit solchen aus Bundesstaaten, in denen die Möglichkeit einer Übernahme besteht. Die auf zwei getrennte Perioden (1979 und 1987) bezo-

gene Schätzung beruht auf Stichproben von 112 bzw. 85 Banken. Die Autorin findet, dass diejenigen 70% der Banken, die grundsätzlich einer Übernahmeforderung ausgesetzt sind, signifikant profitabler arbeiten. Auch eine Kapitalbeteiligung der Manager und eine Konzentration des externen Aktienbesitzes (Kapitalanteil der fünf grössten nicht-geschäftsführenden Aktionäre) wirken sich eher günstig aus.

### c) Fazit

Auch bei Banken dürfte sich der Einfluss grösserer Aktionäre günstig auf die Rentabilität auswirken. Inwiefern dies mit höheren Risiken erkauft wird, ist noch unklar. Die theoretisch begründete Vermutung, dass eine Bank um so höhere Risiken eingeht, je schlechter kapitalisiert und je unrentabler sie ist, je grösser der Einfluss der Aktionäre auf die Geschäftspolitik ist und je besser die Einleger versichert sind, lässt sich bisher empirisch nur teilweise untermauern. Der hier vor allem interessierende Zusammenhang zwischen Aktionärsstruktur und Risikopolitik lässt sich aus mindestens zwei Gründen schlecht nachweisen: Zum einen liegen zu wenige Daten über die Aktionärsstruktur vor, und auch die Risikomessung ist nicht problemlos. Zum andern sind die Zusammenhänge nicht mechanisch: Einzelne Banken scheinen unter sonst vergleichbaren Umständen dem Anreiz zu riskanter Geschäftsführung zu verfallen, während ihm andere widerstehen. Dennoch dürfte die Eigentümerstruktur einer Bank der Bankenaufsicht nützliche Hinweise geben. Besondere Aufmerksamkeit verdienen schlecht kapitalisierte Banken, die von einem Gross- oder Einzelaktionär geführt werden und die stark in Bereichen mit rasch wechselnden Risiken wie z. B. dem Derivatgeschäft tätig sind. Im übrigen enthält das Schweizerische Bankengesetz seit der jüngsten Revision die Bestimmung, wonach Aktionäre, die über 10% der Stimmen oder des Kapitals verfügen, Gewähr dafür bieten müssen, «dass sich ihr Einfluss nicht zum Schaden einer umsichtigen und soliden Geschäftstätigkeit auswirkt» (Art. 3 Abs. 2 lit. c).

## 6. Schlussfolgerungen

Die Anteile institutioneller Anleger am Total schweizerischer Aktiven ist in den vergangenen Jahren gestiegen. Es liegt noch tiefer als in den Vereinigten Staaten oder im Vereinigten Königreich, aber höher als in jenen Ländern, deren Altersvorsorge vor allem nach dem Umlageverfahren finanziert wird.

Die Stellung der institutionellen Aktionäre gegenüber den Geschäftsleitungen der Unternehmen wird tendenziell stärker, und ausländische Erfahrungen lassen vermuten, dass sich Pensionskassen und andere institutionelle Anleger mit der Zeit vermehrt um die Politik «ihrer» Unternehmen kümmern werden.

Aufgrund theoretischer Überlegungen und empirischer Studien erhöht das Vorhandensein von Grossaktionären den Wert eines Unternehmens. Bei Anteilen über 5 bis 10% am Kapital einer Unternehmung sind auch negative Einflüsse feststellbar, insbesondere wenn zwischen Aktionär und Unternehmung Geschäftsbeziehungen oder andere Interessenverflechtungen bestehen.

Auch Banken dürften sich stärker an den Aktionärsinteressen, d.h. am Firmenwert, orientieren, wenn einzelne Aktionäre wichtig genug sind, dass es sich für sie lohnt, an der Aufsicht über die Geschäftsleitung mitzuwirken. Gerade bei Banken, deren Aktien zum Teil indirekt unter dem Einfluss der Geschäftsleitung stehen, kann ein Grossaktionär dem Eigeninteresse der Geschäftsleiter entgegenwirken. Auch Banken dürften deshalb vom Vorhandensein von Grossaktionären eher profitieren. Allerdings kann ein stärkeres Streben nach *shareholder value* mit grösseren Risiken verbunden sein, welche letztlich der Einleger trägt. Der Interessengegensatz zwischen Aktionär und Einleger ist bei einer Bank wegen des hohen Grades an Fremdfinanzierung besonders ausgeprägt. Je besser eine Bank mit Eigenmitteln ausgestattet ist, desto eher wirkt sich das von Grossaktionären durchgesetzte Aktionärsinteresse günstig auf die Sicherheit der Bank aus.

## Literaturverzeichnis

- Akerlof, George A. und David Romer (1993). Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit. *Brookings Papers on Economic Activity* (2), S. 1–60.
- Berle, A. A., Jr. und G. C. Means (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan.
- Black, Bernard S. (1992a). Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice. *UCLA Law Review* 39, S. 811–893.
- Black, Bernard S. (1992b). The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence. *UCLA Law Review* 39, S. 895–939.
- Brickley, James A., Ronald C. Lease und Clifford W. Smith, Jr. (1988). Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments. *Journal of Financial Economics* 20, S. 267–291.
- Calomiris, C. und C. Kahn (1991). The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangements. *American Economic Review* 81, S. 497–513.
- Cheney, Marc und Rajna Gibson (1993). The investment policy and the pricing of equity in a levered firm: a reexamination of the contingent claims' valuation approach. *Working paper No. 9403*, HEC, Université de Lausanne.
- Diamond, Douglas W. (1994). Corporate Capital Structure: The Control Roles of Bank and Public Debt with Taxes and Costly Bankruptcy, Federal Reserve Bank of Richmond. *Economic Quarterly* 80, S. 11–37.
- Egli, Dominik (1991). Zur Finanzierung von Investitionen. *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik* 127 (September), S. 525–535.
- Farrar, Donald E. und Lance Girton (1981). Institutional Investors and Concentration of Financial Power: Berle and Means Revisited. *The Journal of Finance* 36, S. 369–381.
- Harris, Milton und Artur Raviv (1989). The Design of Securities. *Journal of Financial Economics* 24, S. 255–287.
- Hermann, Werner und G. J. Santoni (1989). The Cost of Restricting Corporate Takeovers: A Lesson from Switzerland, Federal Reserve Bank of St. Louis. *Review* 71, No. 6, S. 3–11.
- Jensen, Michael C. und William H. Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, S. 305–360.
- Meier-Schatz, Christian (1993). Legal Aspects and Institutional Realities of Corporate Governance in Switzerland. *Finanzmarkt und Portfolio-Management* 7, S. 309–321.
- OECD (1995). *Etudes Economiques de l'OCDE 1994–1995, Italie*, Paris.
- Park, Sangkyun (1994). Explanations for the Increased Riskiness of Banks in the 1980s, Federal Reserve Bank of St. Louis. *Review* 76, No. 4 (July/August), S. 3–23.
- Reisen, Helmut (1994). *On the Wealth of Nations and Retirees*. Reprinted from *Finance and the International Economy* No. 8, OECD Development Center, Reprint Series No. 54.
- Rich, Georg und Christian Walter (1993). The Future of Universal Banking. *The Cato Journal* 13, S. 289–313.
- Saunders, Anthony, Elizabeth Strock und Nickolaos G. Travlos (1990). Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking. *The Journal of Finance* 45, S. 643–654.
- Schranz, Mary S. (1993). Takeovers Improve Firm Performance: Evidence from the Banking Industry. *Journal of Political Economy* 101, S. 299–326.
- Servaes, Henri und Marc Zenner (1994). Ownership Structure. *Finanzmarkt und Portfolio-Management* 8, S. 184–196.
- Shleifer, Andrei und Robert W. Vishny (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy* 95, S. 461–488.
- Short, Helen (1994). Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of Firms. *Journal of Economic Surveys* 8, S. 203–249.
- Slovin, Myron B. und Marie E. Sushka (1993). Ownership Concentration, Corporate Control Activity, and Firm Value: Evidence from the Death of Inside Blockholders. *The Journal of Finance* 48, S. 1293–1321.
- Smith, Adam (1776). *The Wealth of Nations*. Reprinted, Chicago: University of Chicago Press, 1976.
- Stulz, René M. (1988). Managerial Control of Voting Rights, Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics* 20, S. 25–54.