



Europäische Investorenschutzvereinigung e.V.  
The European Group for Investor Protection

### **Egip Investors' Policy Forum mit Stephen M. Davis am 6. März 2008 in Berlin**

Am 6. März 2006 hatte egip e. V. (diesmal mit freundlicher Unterstützung des [Projekts Humboldt-Viadrina School of Governance](#) und der [Atlantischen Initiative](#)) das Vergnügen, Dr. Stephen M. Davis als Gastreferenten eines IPF-Luncheons in der Wilhelmstraße 67 begrüßen zu dürfen. Mehr als 20 geladene Gäste aus Politik, Wissenschaft, Wirtschaft und Vereinigungen der Zivilgesellschaft nutzten nach einer einleitenden Präsentation die Möglichkeit, an einer lebhaften Diskussion mit Dr. Davis teilzunehmen.

Eine der vielen Aktivitäten von Stephen Davis, der zu den weltweit renommiertesten „*Corporate Governance-Gurus*“ zählt, ist seine Arbeit als Projektleiter und Fellow am Millstein Center der Yale School of Management, einem global aufgestellten ThinkTank zu Kapitalmarktfragen. Zugleich ist er Präsident von Davis Global Advisors, Inc., einem Unternehmen, welches institutionelle Anleger, Berufsverbände, Wertpapierbörsen, Regierungsstellen und internationale Organisationen berät. Gemeinsam mit Jon Lukomnik und David Pitt-Watson hat Stephen Davis ein sehr anregendes und mehrfach ausgezeichnetes Buch verfasst: „*The New Capitalists: How Citizen Investors are Reshaping the Corporate Agenda*“ (Harvard Business School Press, 2006).

Dr. Davis begann seine Präsentation mit einer Zusammenfassung der Kernargumente seines Buches, die er mit neuen Belegen aus der Welt der Aktiengesellschaften überall auf der Welt weiter unterfütterte. Heute sind die globalisierten Finanzmärkte derart eng miteinander verflochten, daß Ereignisse in einem Teil der Welt nahezu unvermeidlich Vorgänge in anderen Regionen maßgeblich beeinflussen. Davis stellt eine weltweite „*Revolution der Anteilseigner*“ von Aktiengesellschaften fest, ein Phänomen, welches derzeit in den angelsächsischen Volkswirtschaften am weitesten ausgeprägt ist. Während sich noch vor wenigen Jahrzehnten die meisten Unternehmen in der Hand einiger weniger Großmagnaten oder wohlhabender Familien befanden, halten heute institutionelle Investoren (in erster Linie Aktienanlage- und Pensionsfonds sowie Lebensversicherungen, aber auch Hedge Fonds, Private Equity Fonds und – von einigen Ausnahmen abgesehen – Staatsfonds) bereits den Großteil aller Aktien. Im Vereinigten Königreich und in Australien halten diese Anleger zum Beispiel bereits knapp 70 Prozent des Aktienkapitals. In den USA liegt dieser Anteil nur geringfügig niedriger, wobei die eintausend größten Pensionsfonds allein bereits fünf Billionen Dollar an Wertpapierkapital kontrollieren. Selbst in Kontinentaleuropa schreitet die Revolution der Anteilseigner voran. Heute befinden sich schon ca. 35 Prozent der Anteile an den Dax-Unternehmen in der Hand privatwirtschaftlicher institutioneller Investoren.

Diese massive Gewichtsverschiebung hin zu institutionellen Anlegern hat auch tiefgreifende Auswirkungen auf die Verhaltensmuster dieser Fonds. Als Repräsentanten der aggregierten Interessen ihrer Letztbegünstigten als eigentlichen Eigentümern der von ihnen gehaltenen Wertpapiere, also von Millionen einfacher Pensionssparern oder Lebensversicherten, agieren institutionelle Investoren zunehmend als aktivistische Anleger. Von den Unternehmensführungen verlangen sie langfristige und nachhaltige Geschäftsstrategien sowie Rücksicht auf Fragen der gesellschaftlichen Verantwortung von Unternehmen (CSR) und auf Umweltaspekte. Diese Gewichtsverschiebung bei Eigentümern, Interessen und Verhaltensweisen eröffnet der organisierten Zivilgesellschaft neue Wege der Einflußnahme. Früher hatten gesellschaftliche Gruppen für die Einwirkung auf Unternehmensführungen nur die Möglichkeit, sich politisch zu betätigen und Entscheidungsträger der Politik dazu zu bewegen, Entscheidungen zur Veränderung der Unternehmenspraxis zu treffen. Heute agieren starke institutionelle Anleger als Sachwalter ihrer Kunden, die ja nicht einfach nur Rentensparer sind, sondern zugleich auch Bürgerbewegte, Gewerkschafter oder einfach betroffene Bürger und Steuerzahler sind, welche kein Interesse daran haben, für die Folgekosten gesellschaftlich oder ökologisch unverantwortlichen Verhaltens von Unternehmen zu bezahlen. Die aggregierten Interessen dieser Bürger können nun direkt, mit größerem Sachverstand in der unmittelbaren Autorität gebündelten Eigentums gegenüber Vorständen und Aufsichtsräten artikuliert werden. An Beispielen herrscht kein Mangel. Man könnte z. B. auf zivilgesellschaftliche Organisationen wie Transparency International (deren Gründer und langjähriger Vorsitzender Prof. Peter Eigen unter den Gästen dieses egip-Luncheons war) hinweisen. Diese versuchen zunehmend, Korruptionsproblemen bei Aktiengesellschaften auf wirkungsvollere Weise durch die Einwirkung über institutionelle Anleger zu begegnen.

Letztendlich soll dieser Trend zur Herausbildung einer **Zivilökonomie** – analog zur Zivilgesellschaft – führen. Bürger und Wähler in Letzterer sind Pensionssparer und betroffene Teilnehmer am Wirtschaftsleben in Ersterer. Es bildet sich ein neuer **Verantwortlichkeitskreislauf** heraus. Darin sind Vorstände und Aufsichtsräte gegenüber institutionellen Anlegern verantwortlich, die sich wiederum für ihr Agieren gegenüber ihren Kunden verantworten müssen. So können gut informierte und kluge **Bürgerinvestoren** auf das geschäftliche, gesellschaftliche und ökologische Verhalten der Aktiengesellschaften Einfluß nehmen, welche das Rückgrat der Volkswirtschaften bilden, in denen sie selbst leben und arbeiten.

Es gibt zahlreiche Belege für einen Trend in diese Richtung. Dr. Davis nennt Beispiele wie *General Electric*, wo eine Gruppe von Nonnen mit ihren Sorgen über den globalen Klimawandel lange nicht in der Lage war, bis zum Vorstand durchzudringen. Erst als sie sich an ihren institutionellen Anleger wandten, welcher das Unternehmen auf die Problematik und sich daraus ergebende Geschäftsmöglichkeiten aufmerksam machte, fanden sie Gehör. Am Ende führte diese Episode zur heute weltweit bekannten *Ecomagination*-Sparte der Firma. Ein weiterer Fall wäre Royal Dutch / Shell. Dort unterstützten außergewöhnliche 20 Prozent der Stimmrechtsanteile einen Beschlusantrag, in dem eine Änderung von Shells Geschäftsbaren in Nigeria verlangt wurde. Die geschockte Unternehmensführung des größten europäischen Mineralölunternehmens änderte daraufhin ihre Art im Umgang mit gesellschaftlichen und Umweltfragen in Afrika.

Stephen M. Davis ist weit davon entfernt, euphorische Botschaften einer schönen neuen Finanz- und Unternehmenswelt zu verbreiten oder zu behaupten, daß die heutige Realität im Wirtschaftsleben bereits voll seinem idealisierten Verständnis einer Zivilökonomie entspricht, die von Bürger-Investoren gehalten, besessen, bestimmt und vorangetrieben wird. Viele Aktiengesellschaften müssen die sich ändernden Realitäten erst noch begreifen und verstehen lernen, wer heutzutage ihre wahren Eigentümer sind und was diese Eigentümer erwarten. Das Gleiche gilt für die meisten institutionellen Investoren. Noch viel zu oft versagen sie an ihrem Auftrag, die Interessen ihrer Kunden aktiv gegenüber den Unternehmensführungen zu vertreten und agieren lieber weiterhin im Stil privater Vermögensverwalter des 20. Jahrhunderts, statt als Sachwalter breitgestreuter Kleineigentümer aktiv zu werden.

Im Gegensatz zum neuen weltweiten Trend orientiert sich die Politik immer noch an alten Konfliktlinien. Eine Mehrheit unter den Politikern denkt unverändert in überholten Kategorien von Kapital und Wirtschaft gegen Politik und Gesellschaft. Diese längst überkommene Wahrnehmung führt zu so unrealen und „schalen Debatten“ (Davis) über Kapitalismus, die Wirtschaft und internationale Finanzmärkte, wie man sie derzeit beispielsweise in Deutschland wiederaufleben sehen kann, wo die Aktivitäten einiger Hedgefonds in einer breiteren Öffentlichkeit debattiert werden. Da diese Debatte größtenteils auf sachlicher Unkenntnis, Vorurteilen und unzutreffenden Stereotypen statt auf Fakten beruht, führt sie zu Imageschäden und negativen politischen Folgen für sämtliche Finanzmarktteilnehmer, und damit letzten Endes auch für die Realwirtschaft. Dr. Davis weist darauf hin, daß ironischerweise gerade die aggressiven Hedgefonds ihre kurzfristigen Profite genau in denjenigen Aktiengesellschaften suchen und finden, die erhebliche Verantwortlichkeitsdefizite aufweisen, also in Firmen, deren Führungen den Interessen ihrer Eigentümer nur ungenügende Aufmerksamkeit schenken. Nur Gesellschaften, in denen das Management nicht hinreichend von den Aktionären unterstützt wird, sind für die kurzfristige Ausbeutung durch opportunistische Investoren verwundbar. In diesem Sinne können institutionelle Investoren (die selbst wiederum durchaus als große Hedgefonds organisiert sein können) geradezu als Gegenmittel zu unwillkommenen Aktivitäten wirken, indem sie darauf hinwirken, die Geschäftspolitik des Vorstands wieder mit den Interessen der eigentlichen Eigentümern in Einklang zu bringen.

Entsprechend sind politische Pläne, Länder gegenüber unwillkommenen, kurzfristig operierenden Hedgefonds abzuschotten für gewöhnlich kontraproduktiv. Indem man versucht, die kleine (und schrumpfende) Minderheit der auf die schnelle Ausbeutung von Schwächen orientierten privaten Kapitalansammlungen zu treffen, behindert man meist zugleich die Arbeit aller anderen institutionellen Anleger, schwächt den Anreiz für Verantwortlichkeit und Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen und macht die Volkswirtschaft erst recht anfällig für opportunistische, kurzfristig agierende Profitjäger.

Die angeregte Diskussion mit den Gästen drehte sich im Wesentlichen um zwei Themenkreise. Zunächst warf Dr. Gerhard Schick, Obmann von Bündnis90/Die Grünen im Finanzausschuss des Deutschen Bundestags die Frage nach dem Vorrang an Quartalsergebnissen

ausgerichteten kurzfristigen Gewinnorientierung sowohl unter Vorständen als auch Anlegern auf. Wodurch sollte sich dies zugunsten von langfristigeren, nachhaltigeren Perspektiven und entsprechendem Agieren verändern? – Dr. Davis vertritt die Auffassung, daß in den langfristigen, auf nachhaltiges Wirtschaften angewiesenen Perspektiven von Rentensparern, die vernünftige Renditeerwartungen mit einem Bedürfnis nach langfristiger Stabilität und Verlässlichkeit vereinen, der Schlüssel zu einem Einstellungswandel bei Fondsmanagern und letztendlich auch bei Vorständen liegt. Tatsächlich wenden sich schon heute eine zunehmende Anzahl von Pensionsfondsmanagern gegen das Denken in Quartalsergebnissen. Auch hier ist der Trend zur Zivilökonomie ein anhaltender Prozeß, der alles andere als abgeschlossen ist. Im Vereinigten Königreich fühlten sich Pensionsfondsmanager noch vor gut zehn Jahren selbst wie Vorstandsmitglieder von Aktiengesellschaften und verhielten sich auch so. Verwalter von Pensionsfonds waren üblicherweise zugleich Manager in börsennotierten Unternehmen. Nach der Einführung eines Pensionsfondsgesetzes müssen entsprechende Fondsverwalter heute Kenntnisse ihres Geschäfts nachweisen, sowie ihre Kunden und die Unternehmen, in denen sie ihre Gelder anlegen, viel besser kennen.

In dieser Hinsicht besteht in Deutschland noch viel Nachholbedarf. Hätten sich deutsche institutionelle Investoren aktiver verhalten, wären Korruptionfälle wie der bei Siemens nicht aufgetreten. Im Vergleich sind aktivistische Pensionsfondsmanager, z. B. bei Hermes UK, der unterentwickelten deutschen Aktionärskultur weit voraus. Gleichwohl spielt die Zeit nach Ansicht von Stephen Davis für die Zivilökonomie, und auch in Deutschland läßt sich der Trend klar ausmachen.

Das zweite große Thema der Diskussion betraf den klassischen *Principal-Agent*-Konflikt. Wie kann man die Sachwalter (*agents*) – hier also die Manager von Pensionsfonds – dazu bewegen, die langfristigen, auf Nachhaltigkeit ausgerichteten Interessen ihrer Auftraggeber (*principals*) – hier also von Pensionssparern – viel aktiver wahrzunehmen? – Auf diesem Gebiet bleibt noch viel zu tun, wie Stephen Davis einräumt. So stimmten z. B. in den USA die Manager von Aktienfonds noch regelmäßig gegen HV-Anträge zu Umweltthemen, und viele der Anteilseigner sind sich dieses Stimmverhaltens ihrer Sachwalter noch nicht einmal bewußt. Es wäre hilfreich, wenn diese ihr HV-Stimmverhalten ganz offenlegen müßten. Als ein positives Beispiel kann der norwegische Ölfonds gelten, der kürzlich sein Stimmverhalten in über 30.000 Fällen offenlegte. Weiterhin verweist Dr. Davis auf eine öffentliche Kampagne in den USA, welche darauf abzielte, die angesehene amerikanische Anlagegesellschaft Fidelity dazu zu bringen, Druck auf Unternehmen auszuüben, die Geschäfte in der Provinz Darfur machen. Wenn in TV-Werbepots die Frage “Unterstützt Ihr Aktienfonds den Völkermord im Sudan?” gestellt wird, dann ist dies ein weiteres Beispiel dafür, wie die Zivilgesellschaft neuerdings Fragen über institutionelle Anleger zu lösen versucht, statt allein durch die üblichen Wege des Lobbying in der Politik.

In der Diskussion gab es praktisch einen Konsens darüber, daß sich die gegenwärtige deutsche Debatte, die durch so perverse Begrifflichkeiten wie „*Heuschrecken*“ gekennzeichnet ist, auf alarmierende Weise von den beschriebenen Realitäten der internationalen Finanzmärkte losgelöst hat und nicht Ergebnis sachlicher Analyse ist. Anstatt über Finanzinvesto-

ren zu debattieren, sollten sich die Deutschen lieber besser informieren und dann in Debatten mit diesen Investoren eintreten.

Für den Beobachter dieses Luncheons liegt zwar der Schluß nahe, daß Dr. Davis eine überaus rationale und konstruktive Perspektive vertritt. Eben diese Betonung der Vernunft läßt seine Sichtweise aber arg idealistisch im Vergleich zur tristen Realität der desinformierten deutschen Debatte zum Thema erscheinen. Hier scheint eine gewisse Analogie zum grundlegenden Problem der *rational choice*-Theorie für die Erklärung von Wahlverhalten zu liegen: Im allgemeinen handeln Menschen eben nicht rational. Je komplexer ein Thema ist, und je weiter die zu fällenden Entscheidungen erst in einer wenig greifbaren, entfernten Zukunft Wirkung zeigen werden, desto weniger sind Menschen in der Lage, ihre Entscheidungen auf der Grundlage vernünftiger Analyse zu treffen. Mehr oder weniger das Gleiche gilt für die Entscheidungen von Pensionssparern bei der Wahl ihrer Kapitalanlagegesellschaft, für Fondsmanager bei der Festlegung ihrer Politik gegenüber den Vorständen und Aufsichtsräten der Aktiengesellschaften, in welche sie investiert sind, sowie für Unternehmensführungen bei der Entscheidung zwischen maximalen Ertragssteigerungen zum Vorquartal oder langfristigen und nachhaltigen Wachstumsstrategien. Am allermeisten gilt dieses Problem aber für die Art, wie die allgemeine Öffentlichkeit ihre Einstellungen und Verhaltensweisen gegenüber den Finanzmärkten formt – einem der komplexesten und vielfältigsten Phänomene der modernen Welt.

In jedem Fall sind Information und Bildung für die Förderung von (eher) rationalem Verhalten von vitaler Bedeutung. Von beidem ist noch erheblich mehr vonnöten, bevor freie, informierte und reife Bürger-Investoren die Grundlage einer florierenden Zivilökonomie, wie sie Dr. Davis beschreibt, bilden können: Ein System, in welchem Aktionärsdemokratie, Eigenverantwortung, privates Alterssparen, gute Corporate Governance und gesellschaftlich sowie ökologisch verantwortliches, nachhaltiges Unternehmertum sich zu einem harmonischen Ganzen vereinen. Obwohl hier also viel zu tun bleibt, bietet die Sichtweise von Stephen M. Davis ein hervorragendes Leitmotiv in die richtige Richtung und eine gesunde, konstruktive Alternative zu den verfehlten Klassenkampf-Stimmungen, die heute die Wahrnehmung in weiten Teilen Kontinentaleuropas beherrschen.

*Andreas Beckmann*