

**Zeitschrift:** Schweizer Monat : die Autorenzeitschrift für Politik, Wirtschaft und Kultur  
**Band:** 93 (2013)  
**Heft:** 1010

**Artikel:** Die Aktionärsdemokratie ist ein Mythos  
**Autor:** Wehrli, Rudolf  
**DOI:** <https://doi.org/10.5169/seals-737128>

### **Nutzungsbedingungen**

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. [Mehr erfahren](#)

### **Conditions d'utilisation**

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. [En savoir plus](#)

### **Terms of use**

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. [Find out more](#)

**Download PDF:** 18.04.2026

**ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>**

# Die Aktionärsdemokratie ist ein Mythos

Alle reden von der Aktionärsdemokratie, der Minder-Initiative sei Dank. In der realen Welt herrscht jedoch die Aktionärsoligarchie. Assetmanager, Pensions- und Vermögensverwalter haben das Sagen. Die grosse Frage ist: Wie kommen die Eigentümer – die mündigen Aktionäre – zu ihrem Recht?

von Rudolf Wehrli

Der Begriff der Aktionärsdemokratie hat im Zusammenhang mit den Diskussionen über Corporate Governance in den letzten Jahren eine zentrale Bedeutung gewonnen, ganz besonders auch in der Schweiz im Rahmen der Auseinandersetzungen mit der Minder-Initiative. Der Aktionär – zumeist als Individuum vorgestellt – steht im Zentrum, in der kalifornischen Bewegung der 1980er Jahre für den «shareholder value» nicht weniger als in der schweizerischen Debatte über Spitzengehälter. Er soll die Eigentumsrechte an seinem Unternehmen wahrnehmen und mit seinen Mitaktionären in demokratischen Prozessen die Geschicke und Entwicklungen des Unternehmens bestimmen können.

Indessen: die Vorstellung einer Aktionärsdemokratie, die – so suggeriert der Begriff – wie eine Demokratie im politischen Sinn funktioniert, ist nicht allein völlig veraltet (sie stammt aus der zweiten Hälfte des vorletzten Jahrhunderts), sie ist auch eine in die Irre führende Fiktion, ein Mythos, der nach Aufklärung verlangt.

## Die beiden Unterschiede

Zunächst ist daran zu erinnern, dass im politischen Verständnis einer Demokratie der unbestrittene Grundsatz «one man – one vote» gilt, im Gegensatz zum wirtschaftlichen Kontext, in dem ganz selbstverständlich der Grundsatz «one share – one vote» angewendet wird. Das muss in einer Gesellschaft, die verfassungsmässig die Eigentumsrechte gewährleistet, auch so sein, bloss führt das zum Grundsatz «one man – many votes». Diese Form der Konstitution ist dann, politisch gesprochen, eine Aristokratie, wenn es die besten sind, die herrschen, oder aber – weit wahrscheinlicher – eine Oligarchie, eine Herrschaft der wenigen.<sup>1</sup>

Wichtiger noch ist ein zweiter Unterschied zwischen der politischen Demokratie und der sogenannten Aktionärsdemokratie: Im politischen Kontext versteht sich das Individuum zeit seines Lebens als Bürger einem grösseren Ganzen zugehörig, sei es einer Gemeinde oder einem Staat; es hat in aller Regel einen lebenslangen Bezug zu einer politischen Gemeinschaft, deren Entwicklung auch für Wohl und Wehe des einzelnen selbst massgebend ist. Im

## Rudolf Wehrli

ist Verwaltungsratspräsident des Chemiekonzerns Clariant und u.a. Verwaltungsrat der Kamby SA. Er wurde an der Universität Zürich mit einer Arbeit über Franz Overbeck in Theologie und mit einer Arbeit über Georg Christoph Lichtenberg in Philosophie und Germanistik promoviert.

Idealfall wird er daher nicht nur sein kurzfristiges, sondern genauso sein längerfristiges Interesse in seine Entscheidungen miteinbeziehen. Nicht so der Aktionär: denn dieser kann jederzeit seine Mitgliedschaft in der Aktionärsgemeinschaft künden, indem er den betreffenden Titel verkauft. Es versteht sich von selbst, dass der Aktionär – sofern er Aktionär einer Publikumsgesellschaft und nicht Familienaktionär ist – einen viel kürzeren Zeithorizont hat. Anders formuliert: während der Bürger zu seinem demokratischen Staatswesen de facto einen lebenslangen, prägenden, ja schicksalhaften Bezug hat, ist die Beziehung des Aktionärs zu seinem Unternehmen in aller Regel eine bloss temporäre; sie kann im Extremfall auf einige wenige Minuten begrenzt werden.

## Die Genese

Es ist im Interesse der Entlarvung des Mythos Aktionärsdemokratie sinnvoll, sich die historische Entwicklung zu vergegenwärtigen, die vom Ursprung der Kapitalgesellschaft im 19. Jahrhundert zur heutigen Publikumsgesellschaft mit internationalem Aktionariat geführt hat. «Spare in der Zeit, so hast du in der Not», weiss der Volksmund seit Jahrhunderten, und so haben denn unternehmerisch denkende, risikofähige Individuen seit dem Beginn der Industrialisierung ihr erspartes Kapital zusammengelegt, um Unternehmungen zu finanzieren, welche die Möglichkeiten eines einzelnen überstiegen. Zum einen dienten Kapitalgesellschaften zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten, zum anderen aber auch zur Absicherung der Wechselfälle des Lebens (Krankheiten, Unglücksfälle, Schicksalsschläge) wie auch des Alters. Solche Risikovorsorge, wie sie einzelne zu Beginn der Industrialisierung betrieben, ist im Laufe des 20. Jahrhunderts zunehmend staatlich reguliert und verbindlich erklärt worden, nicht zuletzt unter dem Titel der Solidarität mit schwächeren Mitgliedern der Gesellschaft. Versichert sind heute in den fortgeschrittenen Gesellschaften alle gegen die Folgen von Krankheiten, Invali-

<sup>1</sup> Wer nicht damit einverstanden ist, kann sich in guteidgenössischer Tradition einer Genossenschaft anschliessen, die ebenfalls nach dem Prinzip «one man – one vote» funktioniert.



Lex and the City

Mirjam B. Teitler

## Falsche Fürsorge

Filippo Leutenegger kandidiert in Zürich für das Stadtpräsidium. Wenn genügend Zürcher ihm dafür ihr Vertrauen aussprechen, entziehen sie ihm dadurch aber sein Mandat als Nationalrat. In der Stadt Zürich ist es nämlich verboten, gleichzeitig die Stadt zu regieren und in Bern zu debattieren. Die dafür verantwortliche Regelung heisst «Lex Wagner». Mit ihr wurde 1988 die Nationalratskandidatur des damaligen Stadtpräsidenten Thomas Wagner unterbunden, die Initianten wollten damals vermeiden, dass Magistraten wegen des Doppelmandats in Zeitnot kommen.

Bei der «Lex Wagner» handelt es sich nicht um die einzige Regelung, die in der Schweiz dafür sorgt, dass Politiker bei ihrer Wahl der Aufgaben bevormundet werden. Die «Lex Leuenberger» etwa ist ein Vorstoss der Staatspolitischen Kommission des Nationalrats: Sie will ehemaligen Bundesräten verbieten, während der ersten zwei Jahre nach ihrem Rücktritt gewisse bezahlte Mandate anzunehmen, wie etwa im Fall von alt Bundesrat Leuenberger geschehen, der nach seinem Rücktritt bei der Baufirma Implenia – gute Kundin seines ehemaligen Departements übrigens – anheuerte. Die «Lex Leuenberger» soll möglicher Korruption oder Beeinträchtigung der Unabhängigkeit eines Bundesrates vorbeugen.

Beiden Regelungen gemeinsam ist, dass aus dem Einzelfall ein Gesetz gemacht wurde bzw. werden soll. Ebenso der Gedanke, dass man einem Regierungsmitglied nicht zutraut, mit der Macht verantwortungsbewusst umzugehen. Die zürcherische Selbstbeschränkung ist besonders ärgerlich, da dieselbe Stadt moniert, die Anliegen der urbanen Schweiz fänden in Bundesbern zu wenig Gehör. Durch die Selbstbeschränkung bleibt Zürich verwehrt, was in anderen Städten gang und gäbe ist: Die Stadtpräsidenten von Bern und Solothurn regieren ihre Städte und vertreten deren Interessen in Bern. Wenn der mündige Bürger zur Einsicht kommen sollte, dass ein Politiker mit Doppelmandat zu viel Macht vereint, so ist er hier frei, dies an der Urne zum Ausdruck zu bringen.

Im Klartext: Das Zeitmanagement eines Stadtpräsidenten zu regeln, ist genauso falsche Fürsorge wie die präventive Missbrauchsbekämpfung.

Mirjam B. Teitler ist Rechtsanwältin und Partnerin bei Teitler Legal and Media Consulting.  
Folgen Sie ihr bei Twitter: @MirjamTeitler.

dität, Unfällen und Arbeitslosigkeit, gegen Diebstähle und Schäden aller Art, gegen Feuersbrünste und Wasserschäden an Heim und Herd und nicht zuletzt für einen materiell sorgenfreien Lebensabend.

Es ist selbstverständlich, dass solches zumeist staatlich organisiertes und administriertes Zwangssparen die Risikovorsorge des Individuums weitgehend obsolet gemacht hat. Hand in Hand damit ging aber auch die Verfügungsgewalt des Individuums über seine angesparten, der Risikovorsorge dienenden Mittel verloren. Anstatt dass einzelne Personen Aktien zum Eisenbahnbau oder zur Errichtung einer Schokoladefabrik zeichnen, ist ihr Vorsorgekapital (nicht nur dasjenige für die Altersvorsorge) in grosse Kapitalakkumulierungstöpfe gewandert, wo es von Asset Managern verwaltet beziehungsweise zu bestmöglichen Renditen angelegt

**Jene, denen das Kapital gehört – die Eigentümer –, haben nichts mehr zu sagen.**

wird. Und so kommt es, dass in börsenkotierten Gesellschaften nicht mehr Individuen die zentrale Rolle der Aktionäre spielen, sondern eben die institutionellen Investoren: Versicherungen, Pensionskassen, Anlagefonds, private wie staatliche – wie zum Beispiel der AHV-Fonds –, oder Lebensversicherungen. Gewiss, in komplexen globalisierten Finanzmärkten ist Professionalität gefragt, sind Individuen in vielen Fällen dankbar für kundige Hilfe, und deswegen wohl akzeptieren sie auch als Einzelaktionäre das Übergewicht der institutionellen Investoren. Dennoch ist die Situation paradox: Jene, denen das Kapital gehört – die Eigentümer –, haben nichts mehr zu sagen. Eigentümer und Aktionäre (mit Stimmrecht) fallen gleichsam auseinander.

Einige Zahlen und Fakten sollen die dominierende Rolle dieser institutionellen Investoren illustrieren.

Schweizerische Pensionskassen verwalten heute über 700 Milliarden Franken, d.h. etwa 120 Prozent des Bruttosozialproduktes des Landes. Pensionskassenverwalter sind infolge unrealistischer Vorgaben des technischen Zinssatzes gezwungen, jede Gelegenheit zur Renditeoptimierung wahrzunehmen, oftmals zu Lasten eines längerfristigen Engagements.

Die Haltedauer von Aktien beträgt im weltweiten Durchschnitt noch sieben Monate.

In schweizerischen Publikumsgesellschaften sind im allgemeinen zwei Drittel und mehr des Kapitals im Besitz von institutionellen Investoren; von diesen sind wiederum die grosse Mehrheit angelsächsische Investoren.

Die vielen hundert, zuweilen vielen tausend Teilnehmer an der Generalversammlung einer grossen Publikumsgesellschaft repräsentieren in aller Regel maximal 5 Prozent des Kapitals. Institutionelle Anleger bringen sich meist durch den unabhängigen Stimmrechtsvertreter ein, der dadurch 30 bis 50 Prozent des Kapitals vertritt.

Im Vermögensverwaltungsgeschäft der Banken lässt sich seit Jahren eine kontinuierliche Verschiebung von privatem zu institutionell gehaltenem Kapital beobachten.

Gleichzeitig steigt in diesem Geschäft ebenfalls seit Jahren der Anteil der Assets, für welche die Kunden eine Verwaltungsvollmacht unterschreiben, also die Verfügung über ihre privaten Mittel ausdrücklich einem Bankvertreter oder einem Fondsmanager übertragen.

### Die Folgen

Die Konsequenzen der Verschiebung von der individuellen zur institutionellen Allokation von Kapitalien zur Risikovorsorge sind vielfältig. Fünf Punkte verdienen es, besonders hervorgehoben zu werden.

1. Die in den Corporate-Governance-Diskussionen der vergangenen Jahre ins Zentrum gerückte Unterscheidung zwischen Prinzipal (Eigentümer) und Agent (angestellter Manager) wird diffus, schlimmer noch: sie droht sich in ihr Gegenteil zu verkehren. Denn diejenigen, die als Aktionäre auftreten und mit ihrem Gewicht über die Unternehmensentwicklung bestimmen, die institutionellen Investoren, sind gar nicht Eigentümer des eingesetzten Kapitals, sie verwalten es nur, und insofern sind sie genauso Agents wie die von ihnen überwachten Manager. Im Gegensatz zu diesen spielen sie sich aber als Eigentümer auf, obwohl sie nur unser aller Versicherungs- und Pensionskapital vertreten. Sie massen sich eine Besitzerrolle an, obwohl sie selbst gar nicht mit eigenem Kapital im Risiko stehen. Schlimmstenfalls verfehlen sie die Benchmark des betreffenden Indexes, niemals verlieren sie eigenes Geld oder tragen existentielle Konsequenzen ihrer Fehlentscheidungen, wie das wirkliche Eigentümer/Aktionäre tun.

2. Eine ebenso gravierende Konsequenz der Kapitalverschiebung zu den falschen Prinzipalen ist die Verkürzung der Investitionsperspektive. Nicht mehr «Buy and hold» lautet die Devise, sondern «Take the money and run»! Nicht mehr die langfristige Wachstums- und Wertsteigerungsperspektive steht im Zentrum, sondern die kurzfristige Performance, wie sie beispielsweise in Listen von «most preferred stocks for the coming three months» zum Ausdruck kommt. Es versteht sich von selbst, dass mit dem alleinigen Messen der Performance an einer 12-Monats-Benchmark auch jede längerfristige Perspektive, jede Überlegung betreffend Nachhaltigkeit auf der Strecke bleibt.

3. Genauso wie jeder Gedanke an Nachhaltigkeit fehlt, bleibt – verständlicherweise – jeder persönliche Bezug zum Unternehmen auf der Strecke: Finanzanalysten ebenso wie Asset Manager sind üblicherweise mindestens für ein oder zwei Dutzend Unternehmen zuständig und beurteilen diese hauptsächlich auf der Basis von Schlüsselzahlen der Erfolgsrechnung und der Bilanz. Eine weitgehende Identifikation mit dem Unternehmen fehlt in aller Regel, nicht zuletzt auch weil Verweildauer und Zuständigkeiten im Asset Management rasch wechseln.

4. Mit dem durch die neue Verfassungsbestimmung der Minder-Initiative geforderten Stimmzwang für Pensionskassen verschärft

## (Selbst-)Demontage des Finanzplatzes Schweiz VII

Hans Geiger

### Banken ohne Vertrauen

Vertrauen beflügelt die Wirtschaft. Das gilt in besonderem Mass für das Bankgeschäft, das auch als Kreditgewerbe bezeichnet wird. Kredit steht für Vertrauen. Die einzigartige Position des schweizerischen Finanzplatzes hat viel mit Vertrauen zu tun: Vertrauen in die Banken, Vertrauen in die Schweiz.

Im Englischen gibt es zwei Ausdrücke für Vertrauen: «Confidence» und «Trust». «Confidence» ist der normale Kooperationsmodus in der Wirtschaft. Das Vertrauen basiert auf vergangener Erfahrung und Evidenz. Confidence ist irgendwie objektiv, beruht auf Statistiken, Fakten, Regeln und Gesetzen. Für Confidence gibt es messbare Beurteilungskriterien.

«Trust» dagegen basiert auf dem Glauben an eine Person, einen Repräsentanten. Trust ist definiert als die Bereitschaft, sich in Erwartung eines positiven Resultates und aufgrund ähnlicher Werte gegenüber einem anderen verletzlich zu machen. Trust ist zukunftsbezogen und basiert auf der Freiheit des andern, sich vertrauenswürdig zu verhalten.

Der Finanzplatz Schweiz verdankte seine Spitzenposition im privaten Vermögensverwaltungsgeschäft dem Vertrauen, das ihm private Kunden entgegenbrachten. Viele Kunden schenkten den Schweizer Banken und der Schweiz im Verlauf von Jahrzehnten Vertrauen im Sinne von Trust. Die Kunden machten sich damit willentlich abhängig. Das war einzigartig und risikoreich.

Die Zeiten von «Trust» im Bankgeschäft sind für Kunden und für Banken vorbei. Die Banken dürfen ihren Kunden nicht mehr generell vertrauen. Sie könnten Geldwäscher, Steuerhinterzieher, Terroristen oder Staatspräsidenten sein. Die Privatkunden werden der Schweiz und ihren Banken nicht mehr generell vertrauen. Sie wurden im Glauben an ähnliche Wertvorstellungen getäuscht und verletzt.

Damit verbleibt für das Bankgeschäft das ganz normale Vertrauen im Sinne von «Confidence». Für «Confidence» gibt es messbare Beurteilungskriterien und Statistiken. Halten sich die Schweiz und ihre Banken an die Regeln und Gesetze? Kann der Kunde den Rechtsweg beschreiten? Ist das rechtliche Gehör gewährleistet? Ist auf das Wort der Banker und der Politiker Verlass?

Viele Antworten auf diese Fragen sind heute leider negativ. Wir haben die Grundlagen für «Confidence» selber zerstört.

Hans Geiger ist emeritierter Professor am Institut für Banking und Finance an der Universität Zürich. Von 1970 bis 1996 war er tätig bei der SKA, der heutigen Credit Suisse.

sich das Problem der Entmündigung der Kapitalbesitzer weiter: Die wenigsten Pensionskassen werden nämlich in der Lage sein, sich selbst innerhalb von drei Monaten eine fundierte Meinung zu bilden zu allen an den Generalversammlungen behandelten Anträgen in den mindestens 50 bis 100 Unternehmen, an denen sie Titel halten. Vielmehr werden sie sich auf die Beurteilung von Beratern wie Ethos oder Proxy Advisors wie ISS abstützen und diese meist unbesehen übernehmen. Da die Anzahl solcher Berater sehr begrenzt ist, entsteht in ihren Kreisen eine Machtkonzentration, die in niemandes Intention lag, die aber unweigerlich zu einem noch grösseren Verlust der Rechte und Einflussmöglichkeiten der wirklichen Kapitaleigentümer führt.

### Zu überlegen ist die Einführung einer «Nachhaltigkeitsprämie» für treue Aktionäre zusätzlich zur Dividende.

5. Eine fünfte Konsequenz der Kanalisierung der volkswirtschaftlichen Ersparnisse in reglementierte «Spartöpfe» wie Pensionskassen verdient Erwähnung, auch wenn diese Konsequenz nicht direkt mit dem Mythos der Aktionärsdemokratie zu tun hat: Konnte die produktive Wirtschaft vor 60 Jahren noch über rund 90 Prozent der volkswirtschaftlichen Ersparnisse verfügen, disponiert sie heute noch über etwa 40 Prozent. Die übrigen 60 Prozent werden infolge behördlicher Reglementierung zur Finanzierung der Schulden des Staates, in Pfandbriefe, in Schuldverschreibungen von ausländischen Unternehmen, für den Kauf von Aktien (Eigentumstransfer) und ähnlichen Wertschriften investiert. Denn die «herkömmlichen» Institutionen (etwa Banken, Pensionskassen, Lebensversicherungsgesellschaften) sind zur Kanalisierung der hierzulande reichlich vorhandenen Ersparnisse in hochproduktive Zukunftstechnologien zumeist nicht in der Lage: Für Beamte der Pensionskassen zum Beispiel sind 10 bis 15 Jahre Ungewissheit, wie sie üblich sind in der Bio-, Medizinal- oder Nanotechnologie, ein Albtraum, vom Verlust des eingesetzten Kapitals ganz zu schweigen.

### Drei Konsequenzen für den Eigentümer

Zurück zum Mythos der Aktionärsdemokratie, der, erst einmal entlarvt, nicht ohne Konsequenzen für das Individuum und den Kleinaktionär bleiben kann. Es sind drei zentrale Forderungen, die sich ergeben, wenn die vermeintliche Aktionärsdemokratie als Aktionärsoligarchie erkannt ist.

1. Der einzelne wird sich seine Investitionsentscheide noch sorgfältiger überlegen müssen, wohl kaum in Fonds investieren und sich als mündigen Aktionär einbringen. Vor allem wird er seine Verantwortung für die Unternehmen in der Perspektive der Nachhaltigkeit wahrzunehmen haben: Es ist nicht im nachhaltigen Interesse einer Firma, die nächsten sechs Quartale Ertrag oder Dividende zu steigern und längerfristig Marktanteil oder Innovationskraft zu verlieren!

2. Das staatlich verordnete und organisierte Zwangssparen (Pensionskassen) sowie die obligatorische Risikovorsorge (Krankenkassen, Arbeitslosen-, Invaliden-, Gebäudeversicherung und ähnliches) sind angesichts der Grossrisiken menschlicher Existenz und der Auflösung solidarischer Familienstrukturen nicht rückgängig zu machen, und dies ist auch nicht zu fordern. Zu fordern ist aber unter diesen Prämissen die selbstbestimmte Allokation der solcherart abgeschöpften und akkumulierten Mittel, zuvorderst die freie Wahl der Pensionskasse.

3. Nachdem klar ist, dass institutionelle Investoren die Sklaven ihrer Rentabilitätsbenchmark sind und daher in aller Regel keine längerfristige, nachhaltige Perspektive vertreten können – zu erinnern ist an die sieben Monate durchschnittliche Haltdauer von Aktien –, ist die Einführung einer «Nachhaltigkeitsprämie» für treue Aktionäre zusätzlich zur Dividende zu überlegen: Ein bestimmter Prozentsatz des gesamten Dividendenbetrages, zum Beispiel 10 oder 20 Prozent, wird thesauriert und nach 5 Jahren an diejenigen Aktionäre ausgeschüttet, die nachweislich während den gesamten fünf Jahren die Aktien gehalten haben.

Diesem allem übergeordnet bleiben die Aufklärung, die Schaffung eines Problembewusstseins bezüglich der vermeintlichen Aktionärsdemokratie und die Aufforderung an mündige Individualaktionäre, ihre Verantwortung wahrzunehmen bzw. einzufordern: für ihre eigenen Mittel (ob zwangsgespart oder nicht), für eine langfristige Entwicklung ihrer Unternehmen und damit auch für eine nachhaltige gesellschaftliche Entwicklung. ◀

Anzeige

**STAPFER HAUS**  
**LENZBURG**

**ENTSCHEIDEN**  
Eine Ausstellung über das Leben  
im Supermarkt der Möglichkeiten  
Zeughaus Lenzburg [www.stapferhaus.ch](http://www.stapferhaus.ch)

**NOCHMAL'S  
VERLÄNGERT BIS  
25.4.2014**