Berichte

Der Aspekt der Kosten des Wertpapier-Service

Die Kleinaktionäre sind im Vormarsch. Über die Bedeutung ihres Regiments im Heer der Finanzierer unserer Wirtschaft gibt es zwar keine speziellen Angaben, doch liegen aufschlußreiche Statistiken über die Division aller Effektenkunden der Banken vor. Nach den Erhebungen des Statistischen Bundesamtes hat heute bereits jeder fünfte Haushalt ein Depot[1]; die Zahl der Wertpapiersparer nahm Jahr für Jahr zu. Die Bundesbank zählte Ende 1970 doppelt so viele Depots von Privatpersonen wie 1962[2]. 88 % der rund 5 Millionen Depots von Privatpersonen, die die letzte Depotstatistik auswies, gehörten Rentnern und Pensionären, Arbeitern, Angestellten und Beamten, Hausfrauen und Kindern sowie Schülern und Studenten[3]. Es ist nicht bekannt, ob in allen diesen Depots Aktien liegen. In manchen werden lediglich Bundesschatzbriefe, Investmentzertifikate oder Anleihen verwahrt. In den meisten werden aber auch Aktien anzutreffen sein. Laut Bundesbank sind im Depot eines wirtschaftlich Unselbständigen durchschnittlich etwa 30 Stück, zwei Jahre zuvor waren es noch gut drei Dutzend[4]. Der Zustrom von Kleinaktionären drückte den durchschnittlichen Aktienbestand pro Depot herab.

Wie ist dieses Vordringen der Kleinaktionäre zu beurteilen? Bis in die fünfziger Jahre hinein kam unsere Wirtschaft mit einigen hunderttausend Aktionären aus. Sind Millionen besser?

---

[1] Wirtschaft und Statistik, 1970, H. 6, S. 315.

[2] Ergebnisse der Depoterhebung für 1965, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juli 1966, S. 3 f.; Die Entwicklung des Wertpapierbesitzes im Jahre 1970, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, August 1971, S. 29.

[3] Die Entwicklung des Wertpapierbesitzes im Jahre 1970, a.a.O., S. 28 f.

[4] Ebenda, S. 29; Die Streuung des Wertpapierbesitzes, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, August 1970, S. 30. 50 DM Nominalwert wurden einer Aktie gleichgesetzt.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

I. Kleinaktionäre aus gesamtwirtschaftlicher Sicht

Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht wird die Entwicklung gemeinhin aus drei Gründen begrüßt. Erstens verleiht sie der Kapitalstruktur der Wirtschaft Flexibilität; je mehr Vermögen in Größenordnungen hineinwachsen, in denen vernünftigerweise auch Aktien gehalten werden können, desto geringer wird die Gefahr, daß unsere Wirtschaft aus Mangel an Haftungskapital auf Projekte verzichten muß, die ihre Wettbewerbsfähigkeit und ihre Arbeitsplätze sichern könnten.

Zweitens bringt sie uns dem anerkannten Ziel beschleunigter Vermögensbildung in Arbeitnehmerhand einen Schritt näher. Diversifizierte Aktienbestände führen längerfristig zu höheren Anlagenutzen, zu höheren Renditen, als Forderungsbestände entsprechender Größe. Dieser Zusammenhang läßt sich aus dem Konzept der Risikostruktur der Zinssätze ableiten und wurde auch empirisch nachgewiesen[5]. Sobald Arbeitnehmer zu Kleinaktionären werden, besteht daher die Chance, daß ihre Vermögensbestände schneller wachsen, als wenn sie lediglich Kleingläubiger geblieben wären[6]. Obwohl die Erhöhung der Wachstumsrate an sich zwar bescheiden erscheinen mag, hat sie bekanntlich große Bedeu-

---

[5] L. *Fisher* und J. H. *Lorie,* Rates of Return on Investments in Common Stocks, in: Journal of Business, Vol. 37 (1964), S. 1 - 9; dieselben, Rates of Return on Investments in Common Stock: The Year-by-Year Record, 1926 to 1965, in: Journal of Business, Vol. 41 (1968), S. 291 - 316; R. M. *Solodofsky* und R. L. *Miller,* Risk-Premium Curves for Different Classes of Long-Term Securities, 1950 - 1966, in: Journal of Finance, Vol. 24 (1969), S. 429 bis 445; S. P. *Pratt,* Relationship Between Variability of Past Returns and Levels of Future Returns for Common Stocks, 1926 - 1960, in: E. B. *Fredrikson* (Hrsg.), Frontiers of Investment Analysis, 2. Aufl., Scranton, Toronto u. London 1971, S. 338 - 353.

[6] Häufig wird eingewandt, zum erfolgreichen individuellen Aktiensparen müsse man der notwendigen Diversifikation wegen „Millionär" sein. Der Kleinaktionär mit wenigen Dutzend Aktien sei daher ein Unding. Neuere Forschungsarbeiten kommen jedoch zu dem Ergebnis, daß Portefeuilles mit recht wenigen Werten bereits Diversifikationsvorteile aufweisen, die auch durch sehr viel breitere Streuung, etwa der Anlage in allen Aktien, die an der New York Stock Exchange notiert werden, nicht mehr wesentlich vermehrt werden können. Ausreichend diversifiziert sind danach schon Portefeuilles mit — je nach Autor verschieden — fünf, sechs, acht oder höchstens dreizehn Aktien. L. *Fisher* und J. H. *Lorie,* Some Studies of Variability of Returns on Investment in Common Stocks, in: Journal of Business, Vol. 43 (1970), S. 99 - 117; E. H. *Jennings,* An Empirical Analysis of Some Aspects of Common Stock Diversification, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 6 (1971), S. 797 - 814.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

tung für die Höhe des Vermögens nach einigen Jahren. Steigt der Anlagenutzen z. B. von 5 1/2 % auf 9 %, so verdoppelt sich ein Vermögen nicht erst nach jeweils dreizehn, sondern schon nach je acht Jahren. Oder anders ausgedrückt: In 35 Jahren werden aus 100 DM nicht nur gut 650 DM, sondern mehr als 2 000 DM. Außerdem gleichen sich dadurch die Wachstumsraten von kleinen und großen Vermögen einander an, und der staatlichen Vermögenspolitik wird es somit eher gelingen, auch ohne konfiskatorische Steuersätze eine gleichmäßigere Vermögensverteilung herbeizuführen oder doch wenigstens eine ungleichmäßigere zu verhindern.

Ein dritter Vorteil breit gestreuten Aktienbesitzes wird häufig darin gesehen, daß dadurch mehr und mehr Mitglieder unserer Gesellschaft die Wirtschaftsordnung nicht nur in der Rolle des Beziehers von Arbeits- und Zinseinkommen, sondern auch als Bezieher von Residualeinkommen erfahren. Sie gewinnen damit einen vollkommeneren Bezugsrahmen für die Beurteilung anderer Wirtschaftsformen. Das verleiht jeder Wirtschaft, die ihren Mitgliedern etwas zu bieten hat, zusätzliche Stabilität. Ob man diesen Gedankengang fortsetzen und sogar die Beteiligung am eigenen Betrieb oder der eigenen Branche empfehlen soll, wo immer das möglich ist, um auch dort noch den Gegensatz zwischen Kontrakt- und Residualeinkommensbeziehern auszugleichen, scheint jedoch sehr fraglich. Zwar hat der Belegschaftsaktionär materiell allen Grund, sich nicht nur mit unserer Wirtschaft, sondern auch und besonders mit seinem Unternehmen zu identifizieren, und er hat so mehr Interesse, das Betriebsergebnis im Rahmen seiner Möglichkeiten zu beeinflussen. Aber die große Gefahr ist, daß sein Unternehmen trotzdem einmal die Tore schließen muß, und daß er dann mit seinem Arbeitsplatz auch seine Ersparnisse verliert. Generell wird man aber unter den drei genannten Aspekten sagen können: je mehr Kleinaktionäre, desto besser.

II. Kleinaktionäre aus einzelwirtschaftlicher Sicht

Ähnlich läßt sich argumentieren, wenn man das Phänomen Kleinaktionär aus einzelwirtschaftlicher Sicht betrachtet. Das gilt sowohl für den aktiensparenden Haushalt als auch für das Unternehmen, dessen Aktien in die Kleindepots wandern. Für das Unternehmen hat der Trend zu mehr und mehr Kleinaktionären jedoch einen Haken: Gleichgültig, ob ein Aktionär nun hunderttausend oder nur eine einzige Aktie hält, die Kosten des Wertpapierdienstes für ihn sind praktisch genau die gleichen. Jeder Aktionär bekommt ein Exemplar jedes Aktionärsbriefes

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

und jährlich einen Geschäftsbericht. Er muß zur Hauptversammlung eingeladen werden. Man muß ihn mit der Tagesordnung, mit den Vorschlägen der Verwaltung und mit Gegenanträgen vertraut machen, ihm ein Formblatt zur Stimmrechtsausübung bereitstellen und ihm, wenn er es wünscht, eine Eintrittskarte für die Hauptversammlung zusenden. Erscheint der Kleinaktionär auf der Hauptversammlung, beansprucht er genauso viel Platz und wird genauso bewirtet wie der Aktionär mit einem weit größeren Unternehmensanteil. Die Dividendenauszahlung verursacht in jedem Fall einen Zahlungsvorgang. Umtauschangebote, Kapitalerhöhungen, Splits und ähnliche Ereignisse verursachen in aller Regel pro Aktionär den gleichen Arbeits- und Materialaufwand. Kurz, die Kosten des Wertpapierdienstes verhalten sich proportional zur Zahl der Aktionäre. Diese Kosten trägt grundsätzlich die Aktiengesellschaft, auch wenn sie nicht direkt bei ihr anfallen[7].

Man mag sagen, das seien Bagatellbeträge. Aber handelt es sich bei den Kosten des Wertpapierdienstes wirklich nur um Bagatellbeträge? In den USA werden diese Kosten mit etwa $ 3 pro Aktionär und Jahr beziffert. Für Deutschland fehlen autoritative Zahlen. Die mir gemachten Angaben sprechen jedoch dafür, daß diese Kosten hier niedriger als in den USA sind. Man darf davon ausgehen, daß pro Aktionär jährlich insgesamt DM 5,— Servicekosten anfallen, und daß der durchschnittliche Kleinaktionär, wie oben erwähnt, 30 Aktien, und zwar je 5 Aktien von sechs verschiedenen Gesellschaften hält. Nimmt man weiter einen Durchschnittskurs von 150, ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 12 und eine Dividende von 8 DM an, dann kann man sagen: Der Serviceaufwand beträgt im Fall eines solchen Kleinaktionärs $12\,^1/_2$ % seiner Dividende oder 8 % seines Gewinnanteils. Hielte der Aktionär zehn Aktien pro Gesellschaft, so wären es $6\,^1/_4$ % bzw. 4 %, hielte er nur eine, $62\,^1/_2$ % bzw. 40 %. Umfassende empirische Untersuchungen ergäben sicherlich differenziertere Werte, aber die Größenordnung würde sich wohl kaum wesentlich verschieben.

Für die gesamte Wirtschaft bedeutet das eine beachtliche Belastung. Sie beläuft sich, geht man von den genannten Zahlen und vier Millionen Kleinaktionären aus, auf 120 Millionen Mark pro Jahr. Es leuchtet ein, warum Wirtschaftsführer wiederholt auf diese Kosten hinge-

[7] § 128 Abs. 6 S. 1 Ziff. 2 AktG. Verordnung über den Ersatz von Aufwendungen der Kreditinstitute vom 18. Juni 1968, Bundesgesetzblatt, Teil I, Nr. 42 vom 28. Juni 1968. Siehe auch T. *Hellner*, Aufwendungsersatz für die Unterrichtung der Aktionäre, in: Bank-Betrieb, 8. Jg. (1968), S. 240 - 244.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

wiesen haben und warum ein Bankensprecher bereits 1965 darüber klagte, daß das neue Aktiengesetz die „wohltuende Ökonomie" in diesem Bereich beseitigt habe[8]. Unter altem Aktienrecht genügten in aller Regel Anzeigen in den Gesellschaftsblättern; der einzelne Aktionär brauchte nicht angeschrieben zu werden.

III. Die Kosten des Wertpapierdienstes als Bestandteil der Eigenkapitalkosten

Sollte ein Unternehmen seinen Anteil an der Belastung durch Kleinaktionäre reduzieren? Die Eigenkapitalkosten einer Gesellschaft, deren gegenwärtig erwarteter Gewinn E_i auf lange Jahre hinaus mit der Rate g wachsen wird, werden häufig ausgedrückt als

$$r_e = \frac{E_i}{P_0} + g,$$

wobei P_0 der Kurswert aller umlaufenden Aktien ist. Ihrer Höhe und ihres weitgehend gewinnunabhängigen Charakters wegen sollten die jährlichen Gesamtkosten des Wertpapierdienstes S_i neben den Gewinnen in der Kapitalkostenformel aufgeführt werden. Sind sie konstant oder wachsen sie in gleichem Maße wie die Gewinne, so kann man einfach schreiben

$$r_e = \frac{E_i + S_i}{P_0} + g.$$

Ein Wertpapieranalyst, der den Anlagenutzen schätzen will, wird diese Formel natürlich nicht verwenden. Denn hier geht es um die Eigenkapitalkosten des Unternehmens, nicht um den Anlagenutzen des Aktionärs. In der Regel werden Eigenkapitalkosten und entsprechende Anlagenutzen aus einer Reihe von Gründen voneinander abweichen, erwähnt seien nur Transaktions- und Placierungskosten, Steuern und eben die Kosten des Wertpapierdienstes.

Für realistischere Situationen mit ungleichmäßigem und ungleichschrittigem Wachstum von E_i und S_i ergäben sich natürlich kompliziertere Formeln. In jedem Fall wird man aber sagen können: Die Eigenkapitalkosten lassen sich über die Kosten des Wertpapierdienstes ver-

---

[8] W. *Vallenthin,* Die Neuregelung des Bankenstimmrechts im Aktiengesetz von 1965, in: Bank-Betrieb, 5. Jg. (1965), S. 244.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ringern. Zwar bleibt die Summe $E_i + S_i$ unverändert, wenn S_i reduziert wird, da E_i entsprechend zunimmt. Doch werden die Aktien damit für den Anleger attraktiver, was sich in einem höheren Marktwert des Unternehmens P_0 niederschlagen sollte.

IV. Wege zur Verringerung der Kosten des Wertpapierdienstes

Ein Unternehmen kann die Servicekosten verändern, indem es entweder auf die Servicekosten pro Aktionär oder auf die Streuung der Aktien einwirkt. Man wird davon ausgehen können, daß die Servicekosten pro Aktionär so niedrig gehalten werden, wie es der Zweck des Wertpapierdienstes und der jeweilige Stand der Technik erlauben[9]. Daher besorgt die Aktiengesellschaft den Wertpapierdienst nur ausnahmsweise selbst. In der Regel ist er auf Banken ausgegliedert, damit Spezialisierungsvorteile voll genutzt werden können.

Die zweite Alternative verdient nähere Betrachtung. Sie ist im Zusammenhang mit Kleinaktionären auch besonders interessant. Die im Lichte der Kapitalkosten ungünstigste Verteilung der Aktien bestünde dann, wenn jeder Aktionär nur eine einzige Aktie besäße; der günstigste Fall wäre die Aktienbesitzkonzentration in einer Hand.

Um Streubesitz zusammenzufassen, bieten sich zwei Strategien an[10]. Zum einen könnte die Gesellschaft selbst Kleinposten aufkaufen. Das könnte im regulären Börsenhandel geschehen oder die Gesellschaft könnte ihren Kleinaktionären, die an einem zurückliegenden Stichtag weniger als z. B. zehn oder zwanzig Aktien hielten, anbieten, ihre Aktien kostenfrei zum Tageskurs oder zu einem Aufpreis zu übernehmen. Die so erworbenen Aktien könnte das Unternehmen entweder für einige Zeit halten, sie einziehen oder sie als Blockposten in feste Hände geben. Zum anderen könnten Dritte zur Aktienbesitzkonzentration veranlaßt werden.

---

[9] Es ist freilich nicht ausgeschlossen, daß in bestimmten Fällen auch hier noch Kostensenkungen möglich sind. Bekanntlich haben sich erst kürzlich einige große Publikumsgesellschaften entschlossen, auf den periodischen Versand von Aktionärsbriefen zu verzichten. Andere Gesellschaften sind dazu übergegangen, in der Herstellung und im Versand billigere Kurzberichte an die Stelle der traditionellen Geschäftsberichte treten zu lassen.

[10] Nahe läge natürlich auch die Zusammenfassung von Aktien, ein reverse split. § 4 Abs. 1 EGAktG verbietet jedoch die Vereinigung von Aktien. Anders als der Aufkauf zwänge dieses Verfahren Kleinaktionäre häufig zum Verkauf.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

In den USA, wo das Management in den meisten Staaten hinsichtlich des An- und Verkaufs eigener Aktien kaum Beschränkungen unterliegt, wird der erste Weg immer häufiger beschritten[11]. In Deutschland ist er jedoch weitgehend durch § 71 Aktiengesetz versperrt, der aus wohlfundierten Überlegungen des Gläubigerschutzes heraus den Erwerb eigener Aktien grundsätzlich verbietet. In einigen Sonderfällen dürfen allerdings eigene Aktien erworben werden, so z. B., um sie der Belegschaft anzubieten oder um damit außenstehende Aktionäre im Zuge einer Eingliederung oder im Gefolge von Beherrschungs- oder Gewinnabführungsverträgen abzufinden. Das führt aber eher zu einer breiteren Streuung. Eigene Aktien dürfen jedoch auch zur Kapitalherabsetzung erworben werden. Das macht eine aktive und wirkungsvolle Konzentration möglich. Die Hauptversammlung muß beschließen, daß Aktien zur Reduzierung von Streubesitz erworben und eingezogen werden sollen.

Um zu vermeiden, daß die Gesellschaft allen Gläubigern (gemäß § 225 i. V. m. § 237 Abs. 2 AktG) anbieten muß, ihnen Sicherheit zu leisten oder sie zu befriedigen, empfiehlt es sich hier vor allem, die Einziehung zu Lasten des Bilanzgewinns oder der freien Rücklage zu wählen (§ 237 Abs. 3 Ziff. 2 AktG). Außerdem genügt bei diesem Vorgehen die einfache Mehrheit der Hauptversammlung.

Entscheidet sich der Vorstand für den zweiten Weg und veranlaßt einen Dritten dazu, Kleinposten aufzukaufen, so besteht die Gefahr, daß eine persönliche Ersatzpflicht von Aktionären (§ 62 Abs. 1 i. V. m. § 57 Abs. 1 AktG) und von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern (§§ 93 Abs. 3, 116 AktG) ausgelöst wird, soweit die Transaktionen in irgendeiner Weise mit Mitteln der Gesellschaft finanziert werden. Obwohl es oft schwierig ist, eine klare Trennungslinie zu ziehen, wird in vielen Fällen darin eine unerlaubte Rückgewähr von Einlagen oder eine ungesetzliche Verpfändung eigener Aktien gesehen werden können.

Ein finanzielles Engagement der Gesellschaft ist aber nicht immer nötig, um eine gewisse Aktienbesitzkonzentration zu erreichen. Wenn immer es dem Vorstand einer Gesellschaft bekannt wird, daß z. B. ein institutioneller Anleger ihre Aktien erwerben will oder daß ein Großaktionär seine Beteiligung arrondieren möchte, kann er sie wenigstens auf die Vorteile für die Gesellschaft und damit auch für die Aktionäre hinweisen, die sich durch Zusammenfassung von Streubesitz realisieren lassen.

---

[11] C. D. *Ellis* und A. E. *Young*. The Repurchase of Common Stock, New York 1971, S. 70.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

V. Determinanten der Zusammenfassung des Streubesitzes

Nachdem geklärt ist, daß und wie eine Aktiengesellschaft die Streuung ihrer Aktien beeinflussen kann, soll im folgenden genauer untersucht werden, welche Faktoren bestimmen, ob und in welchem Umfang eine Aktienbesitzkonzentration herbeigeführt werden sollte. Ich gehe dazu vom Fall des Übernahmeangebotes zum Zweck der Einziehung der Aktien gemäß § 237 Abs. 3 Ziff. 2 AktG aus. Die Überlegungen, die hier nötig sind, lassen sich ohne Schwierigkeiten so modifizieren, daß sie auch auf andere Konzentrationsformen anwendbar werden.

Streubesitz zusammenzufassen lohnt sich nur, wenn dadurch mehr an Servicekosten eingespart wird, als für die Konzentrationsaktion aufgewandt werden muß. Die Einsparungen kann man als den Barwert aller zu erwartenden Servicekosten auffassen, die aufgrund der Aktion entfallen werden. Ihnen stehen die Kosten der Aktion gegenüber, insbesondere Benachrichtigungskosten und Transaktionskosten, eventuell aber auch die Kosten, die aus einem Aufpreis resultieren[12]. Bereits ein bescheidener Aufpreis verleiht dem Angebot besondere Attraktivität. Je höher der Aufpreis, desto vollständiger werden sich die Kleinaktionäre von ihren Beständen trennen. Außerdem sollten die monetären Äquivalente der positiven und negativen Nebeneffekte berücksichtigt werden. Diese Überlegungen führen zu folgendem Ansatz:

$$B = \sum_{i=0}^{m} \sum_{j=1}^{g_v} s_{ij} (1+r)^{-i} + \sum_{p=1}^{x} N_p - K_f - k_b g_h - a \sum_{q=1}^{h} j_q q - \tag{1}$$

$$- k_t u \sum_{q=1}^{h} j_q q - \sum_{n=1}^{y} N_n .$$

Es bedeutet:

B = Nettobarwert der Konzentrationsaktion

j = Aktionär, der Adressat der Aktion ist und auch an die Gesellschaft verkauft

s_{ij} = Servicekosten, die im Jahre i für den Aktionär j oder seine Rechtsnachfolger anfallen werden, falls der Streubesitz nicht zusammengefaßt wird

---

[12] A. *Young* und W. *Marshall*, Controlling Shareholder Servicing Costs, in: Harvard Business Review. Vol. 49 (1971), S. 71 - 78, berücksichtigen bereits diese Faktoren, wenn auch in anderem Zusammenhang und in unterschiedlicher Weise. Ihr Modell wird durch die folgenden Ansätze in verschiedener Hinsicht präzisiert und erweitert.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

m = Zahl der Jahre, in denen Aktien der Gesellschaft umlaufen werden

q = Zahl der Aktien der Gesellschaft, die ein Aktionär hält

h = Obergrenze von q im Übernahmeangebot. Die Gesellschaft möchte alle Aktien von Aktionären übernehmen, die h oder weniger ihrer Aktien halten

g_h = Gesamtzahl der Aktionäre, die höchstens h Aktien halten. Adressaten der Aktion

g_v = Gesamtzahl der Aktionäre, die höchstens h Aktien halten und sie auch verkaufen, indem sie das Übernahmeangebot annehmen. $g_v = g_v(a)$

r = Durchschnittliche Kapitalkosten (ausschließlich der Kosten des Wertpapierdienstes)

K_f = Fixe Kosten der Konzentrationsaktion

k_b = Benachrichtigungskosten pro Adressat

k_t = Transaktionskosten in Prozent des Kurswertes

j_q = Zahl der Aktionäre j mit q Aktien

u = Übernahmekurs

p = Börsenkurs während der Gültigkeit des Übernahmeangebots

a = Aufpreis pro Aktie $(u - p)$

N_p = Barwert des positiven Nebeneffektes mit dem Index p

N_n = Barwert des negativen Nebeneffektes mit dem Index n

Das Unternehmen hat die Wahl zwischen verschiedenen Kombinationen von a und h. Der Ansatz beschreibt den Kapitalwert dieser Kombination, die sich als einander ausschließende Investitionsprojekte ansehen lassen. Diejenige Kombination von a und h ist die günstigste, deren Barwert positiv ist und höher als die Barwerte jeder anderen Kombination. Sie bestimmt den Umfang der Konzentrationsaktion.

Sie gibt den günstigsten Umfang der Konzentrationsaktion allerdings nicht ohne weiteres in allen Fällen an, sicherlich aber dann, wenn z. B. die übernommenen Aktien sofort zum Börsenkurs an einen Dritten verkauft werden, der ohnehin Aktien der Gesellschaft hält, so daß keine neuen Servicekosten anfallen. Um den Umfang der Konzentrationsaktion zu bestimmen, welche die übernommenen Aktien endgültig aus dem Umlauf nimmt, ist jedoch die Kombination von a und h zu finden, für die B am höchsten ist, wenn man zusätzlich berücksichtigt, daß Ausschüttungen wegfallen und daß die Gesellschaft nicht nur den Aufpreis, sondern auch den vollen Übernahmekurs zahlen muß. Dann gilt

$$B = \sum_{i=0}^{m} \sum_{j=1}^{g_v} (e_{ij} + s_{ij})(1 + r)^{-i} - K_f - k_b g_h - \tag{2}$$

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

$$- (p + a)(1 + k_t) \sum_{q=1}^{h} j_q q + \sum_{p=1}^{x} N_p - \sum_{n=1}^{y} N_n .$$

Hierin bedeuten e_{ij} die Gewinnanteile, die im Jahre i dem Aktionär j oder seinen Rechtsnachfolgern zustehen, falls der Streubesitz nicht zusammengefaßt wird. Die übrigen Symbole wurden bereits oben erklärt.

Ist das Unternehmen nur mit Eigenkapital einer Art finanziert, dann entspricht der Börsenkurs der Summe der mit r diskontierten Gewinnanteile des Aktionärs mit einer Aktie. In diesem Fall läßt sich der zweite Ansatz in den ersten überführen. In allen anderen Fällen ergibt der zweite Ansatz dagegen höhere Nettobarwerte als der erste. Das ist darauf zurückzuführen, daß die durchschnittlichen Kapitalkosten kleiner sind als die Kosten des Eigenkapitals. Anders ausgedrückt, dieser zusätzliche positive Effekt hat nichts mit Einsparungen von Servicekosten zu tun, er ist vielmehr durch Veränderungen der Kapitalstruktur bedingt.

Die Streitfrage, ob es eine optimale Kapitalstruktur gibt und welche Faktoren sie determinieren, soll hier nicht behandelt werden. Es wird aber davon ausgegangen, daß der Vorstand der Gesellschaft die Antwort darauf kennt und entsprechend gehandelt hat. Der Kapitalwert des Unternehmens kann dann durch Änderungen der Kapitalstruktur entweder überhaupt nicht oder nicht mehr erhöht werden. Trifft die erste Alternative zu, so müssen dem oben erwähnten positiven Effekt gleichgroße negative Wirkungen gegenüberstehen, die in Ansatz (2) zu berücksichtigen wären (Rückgang des Kurswertes der Aktien der verbleibenden Aktionäre). Geht man von der zweiten Alternative aus, hat das Unternehmen seine optimale Kapitalstruktur bereits verwirklicht; negative Effekte müßten folglich in den Kalkül einbezogen werden, die die positiven Effekte überwögen. Wenn die Gesellschaft einen negativen Saldo der Barwerte der Kapitalstruktureffekte vermeiden will, dann muß mit der Einziehung von Aktien eine Rückzahlung von Fremdkapital nach Maßgabe der optimalen Beleihungsquote einhergehen.

Aus diesen Überlegungen ergibt sich zweierlei: Erstens, wie die Antwort auch ausfällt, in beiden Fällen läßt sich Ansatz 2 zu Ansatz 1 vereinfachen. Zweitens, Kapitalstruktureffekte beeinflussen unter den genannten Bedingungen die durchschnittlichen Kapitalkosten nicht. Das bedeutet freilich nicht, daß sich die Kapitalkosten nicht aus anderen Gründen verändern können. Nach der Zusammenfassung des Streubesitzes muß der Markt auf etwas höhere und stabilere Gewinne rea-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gieren. Außerdem werden gewöhnlich die Aktiva durch den Rückerwerb von Finanzierungsinstrumenten verringert. Es ist kaum zu erwarten, daß die Risikostruktur der Aktiva, die das Unternehmen aufgibt, jemals repräsentativ für die Risikostruktur aller Aktiva sein wird; aus diesem Grund können die durchschnittlichen Kapitalkosten größer, aber auch kleiner werden.

Um dennoch zu einer Lösung zu kommen, ist es am zweckmäßigsten, sich mit einer nur annähernd optimalen Kombination von a und h zu bescheiden. Eine Konzentrationsaktion wird in aller Regel nicht so stark auf die durchschnittlichen Kapitalkosten durchschlagen, daß r vor der Aktion nicht dazu benutzt werden kann, um a und h zu bestimmen[13]. Ohnehin ist r nur das mehr oder weniger genaue Ergebnis einer Rechnung, in die einerseits Schätzungen zukünftiger potentieller oder aktueller Ausschüttungen und andererseits der schwankende Börsenwert aller Aktien sowie der Marktwert der Verbindlichkeiten eingehen. Große Genauigkeit ist auch für die Werte von j_q und s_{ij} nicht zu erwarten. Im ersten Falle muß die Reaktion der Adressaten auf das Übernahmeangebot, insbesondere auf den Aufpreis, beurteilt werden, im zweiten gilt es, neben den zukünftigen Servicekosten auch die Entwicklung der Streuung der Aktien einzuschätzen[14].

Schließlich sind Werte für die positiven und negativen Nebeneffekte anzusetzen. Sie einzeln zu bewerten wird kaum möglich sein. Man sollte den Saldo ihrer Barwerte daher zunächst gleich Null setzen und auf dieser Basis eine Vorentscheidung über a und h treffen. Überwiegen un-

---

[13] Um das für die Entscheidung richtiger zu errechnen, müßte neben den revidierten Gewinnschätzungen auch der Börsenkurs bekannt sein, mit dem der Markt auf die neue Konstellation reagieren wird. Der Markt kann aber erst reagieren, wenn das Übernahmeangebot veröffentlicht wird, d. h. nachdem der Vorstand sich für ein bestimmtes a und h entschieden hat.

[14] Da sich weiter unten ergeben wird, daß die Zusammenfassung von Streubesitz durch Übernahmeangebote gegenwärtig in Deutschland nicht praktikabel erscheint, wird an dieser Stelle darauf verzichtet, Annahmen über die Beziehungen z. B. zwischen j_q und a, g_v und a sowie N und a oder h zu machen, um eine formale Lösung des mit Ansatz 1 beschriebenen Losgrößenproblems zu ermöglichen. — Wenn die Streuung durch das Wachstum von Spezialinstitutionen wie Investmentfonds verringert wird, kann Ansatz 1, solange Nebeneffekte vernachlässigbar bleiben, auf den ersten Ausdruck reduziert werden, der die Einsparung von Servicekosten beschreibt. Das Unternehmen trägt dann keinerlei Kosten. Die Notwendigkeit, erwartete zusätzliche Einsparungen und die marginalen Konzentrationskosten gegeneinander abzuwägen, um ein Optimum zu erreichen, entfällt.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

günstige Nebeneffekte, dann kann der Barwert *B*, der sich bei dieser Kombination ergibt, dem zu erwartenden negativen Saldo gegenübergestellt werden. Der Vorstand wird sich fragen müssen, ob der Gewinn aus der Aktion wirklich so hoch ist, daß seinetwegen per Saldo negative Nebeneffekte in Kauf genommen werden können. Die Antwort darauf bestimmt, ob die Aktion ad acta gelegt oder durchgeführt wird, in der geplanten oder in modifizierter Form[15].

Einige Nebeneffekte seien wenigstens angedeutet. Es ist nicht ganz leicht, positive Nebenwirkungen zu finden. Immerhin können die Unterschiede in den marginalen Steuersätzen der Aktionäre so weit beseitigt werden, daß Einbehaltungsentscheidungen leichter fallen. Der äußere Rahmen der Hauptversammlungen mag danach eher den Vorstellungen des Vorstandes entsprechen, ob das aber auch für die Entscheidungen dort gelten wird, hängt vom Umfang der Aktion ab. Je weniger Aktionäre, desto mehr wird sich der Einzelne für das Unternehmen interessieren. Das mag für den Vorstand mehr wertvolle Informationen bedeuten, bessere und raschere Abstimmung mit den Teilhabern, aber auch mehr Abhängigkeit. Servicekosten für Kleinaktionäre sind ein durchaus denkbarer Preis, den ein Management zahlt, um Unabhängigkeit zu behaupten oder zu erlangen. In diesem Zusammenhang spielt auch die Stimmrechtsausübung durch Banken eine Rolle. Nicht nur aus der Sicht des Vorstandes wird der Trend begrüßt werden, der mit dem Vormarsch der Kleinaktionäre einhergeht: Gegenüber den rund dreihundert Kreditbanken mit ihrer überragenden Stellung als Verwahrer von Aktien gewinnen andere Institutsgruppen an Bedeutung. Von 1962 bis 1970 wuchsen die Aktiendepots bei Kreditgenossenschaften dem Nominalwert nach um 9,8 % pro Jahr, bei Sparkassen 8,2 % und bei Kreditbanken lediglich 4,6 %[16]. Konzentrationsaktionen können diesen Trend bremsen, der zu einer gleichmäßigeren Verteilung der Stimmen unter den Kreditinstituten führt und auch die Gefahr eines Mißbrauchs des Vollmachtsstimmrechts reduziert. Als negativer Nebeneffekt mag auch angeführt werden, daß die Möglichkeiten des Unternehmens beschränkt werden, sich ausreichend mit Eigenkapital zu versorgen, weil es die kleinen Ka-

[15] Bei der endgültigen Entscheidung werden natürlich auch die Kapitalwerte anderer Investitionsmöglichkeiten zu berücksichtigen sein.

[16] Die Entwicklung der Wertpapierdepots im Jahre 1968 (im Jahre 1970), Ergebnisse nach Bankengruppen, Beilage zu Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Bankenstatistik nach Bankengruppen. September 1969 (bzw. August 1971), jeweils S. 2. Berechnungen des Verfassers.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

pitalquellen nicht mehr nutzt. Für das einzelne Unternehmen wird das nicht zutreffen, es wird größere Quellen finden können; nur die Gesamtheit aller Unternehmen ist auch auf Kleinaktionäre angewiesen.

Ferner mögen unter ungünstigen Umständen die Börsenumsätze in den Aktien der Gesellschaft so stark zurückgehen, daß Anleger um die Handelsfähigkeit dieser Aktien besorgt werden und sie bei Emissionen oder aus zweiter Hand nur noch zu einem niedrigeren Kurs-Gewinn-Verhältnis zu übernehmen bereit sind. Im Extremfall könnte sogar die Börsenzulassung des Papiers gefährdet werden. In der Regel wird eine Gesellschaft aber nur einen sehr kleinen Teil ihrer umlaufenden Aktien einziehen. Dann sind solche Nebeneffekte ausgeschlossen. Es gibt freilich Börsengesellschaften, deren Aktien sich überwiegend in festen Händen befinden. In diesen Fällen können selbst Kleinstorders für den Börsenhandel von Bedeutung sein.

Der ungünstigste Aspekt einer Konzentrationsaktion ist, daß sich das Unternehmen damit gegen eine Hauptströmung staatlicher Vermögenspolitik stemmt, die wohlbegründet ist, wie eingangs gezeigt wurde. Staatliche Politik setzt hier wie in anderen Bereichen den Rahmen unternehmerischer Freiheit. Wie in anderen Bereichen bedeutet das eine Belastung der Wirtschaft. Der Weg zu Kostensenkungen wird aus übergreifenden Gesichtspunkten versperrt. Zwar gibt es keine Gesetze, die Sanktionen gegen die Zusammenfassung von Streubesitz vorsehen, doch dürfte allein der Gedanke an mögliche unfreundliche Reaktionen öffentlicher und privater Stellen jede namhafte Aktiengesellschaft heute vor Konzentrationsaktionen zurückschrecken lassen.

VI. Losgrößentransformation im Bereich der Beteiligungstitel

Wie soll sich nun ein Unternehmen verhalten, das auf der einen Seite die mit Kleinaktionären verbundenen sozialen Erträge zu würdigen weiß, auf der anderen aber dennoch seine Servicekosten reduzieren möchte? Es mag hoffen, daß das Aktiensparen einen ähnlichen Aufschwung nimmt wie das Kontensparen und daß die Servicekosten relativ ebenso an Bedeutung verlieren wie die Manipulationskosten beim Sparbuch. Es mag hoffen, daß höhere Mindestbörsen- und Depotgebühren nicht ohne Einfluß auf die Durchschnittsgröße eines Börsenauftrages bleiben und daß Kleinstaktionäre deshalb seltener werden. Doch wo immer Betriebswirte vor Losgrößenproblemen dieser Art stehen, werden sie die Frage stellen, ob nicht eine Spezialinstitution damit fertig werden

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

kann. Wurde doch das Kleingläubigerproblem auf eben diese Weise gelöst. Es ist bekanntlich eine Funktion von Kreditinstituten, den Finanzierungsbedarf von Unternehmen decken zu helfen, indem sie Mittel in großen Losen bereitstellen. Sie selbst pflegen sich dadurch zu refinanzieren, daß sie individuellen Gläubigern kleine und kleinste Forderungstitel anbieten. Die Unternehmen brauchen sich also nicht mit Kleingläubigern abzugeben.

Warum sollte man nicht das Kleinaktionärsproblem genauso lösen? Ähnlich wie Sparkassen und Banken im Bereich der Forderungen, gibt es bereits Spezialisten der Losgrößentransformation im Bereich der Aktien: Investmentfonds[17]. Was jedoch den Erfolg aus der Sicht der Aktiengesellschaft angeht, besteht ein großer Unterschied. Ihre Forderungstitel halten Privatpersonen ganz überwiegend als Einlagen und Bankschuldverschreibungen und nur rund ein Prozent in Form direkter Forderungen gegen die Industrie[18]. Bei Beteiligungstiteln dagegen ist es umgekehrt. Hier dominiert die direkte Anlage. Die Aktien der Privatpersonen sind wenigstens zehnmal soviel wert wie ihre Investmentanteile[19].

Nur zwei mögliche Erklärungen für diesen Unterschied seien hier angeschnitten, Anlagenutzenvergleiche und Alter. Wie eingangs erwähnt, spielt die Aktie ihres langfristig überlegenen Renditepotentials wegen eine wichtige Rolle in der Vermögensbildung. Diese hohe Rentabilität[20] scheint jedoch dem Substitut der Aktie, dem Investmentzertifikat häufig zu fehlen. Zu oft stechen es in dieser Hinsicht die Anleihe, ja sogar das Sparbuch aus. Überraschend wenig deutschen Fondsmanagements gelang es, Renditen von mehr als 7 % zu erzielen, wie Tabelle 1 zeigt[21]. Die

---

[17] Zur Risikotransformation der Investmentfonds durch Diversifikation vgl. Fußnote 6.

[18] Die Streuung des Wertpapierbesitzes, a.a.O., S. 26 u. 28; Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, August 1970, S. 32* u. 26* f.

[19] Die Streuung des Wertpapierbesitzs, a.a.O., S. 28 u. 25; Die Zusammensetzung des Vermögens der deutschen Wertpapierfonds, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Oktober 1970, S. 43.

[20] Die Anlagenutzen, die in den letzten Jahren mit deutschen Aktien vor Steuern zu erzielen waren, erscheinen nicht eben hoch (Tabelle 2). Das mag teils auf die steuerliche Sonderstellung von Kursgewinnen und teils auf die Normalisierung der Risikoprämien und Wachstumserwartungen nach der langen Wiederaufbau-Hausse am deutschen Aktienmarkt zurückzuführen sein. Bezöge man längere Anlagezeiträume als zehn Jahre in die Untersuchung ein, dann schnitten Aktien im Vergleich — besonders zu Anleihen — besser ab.

[21] Studien zur Performance von amerikanischen Investmentfonds ergaben ein günstigeres Ergebnis. Sie erzielten in den Jahren 1960 - 1968 im Durch-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Fondsverwaltungen nehmen dem Anleger zwar Arbeit ab, aber auch zuviel Rendite, als daß erwartet werden kann, daß Investmentfonds in absehbarer Zeit das Kleinaktionärsproblem ebenso erfolgreich lösen werden wie Banken das Kleingläubigerproblem. Um das zu leisten, müßten die Fonds erfolgreicher arbeiten. Es gibt verschiedene Auffassungen darüber, wie das erreicht werden könnte. Von Prozessen im Ausland her sind gezielte Fehlanlagen als Folge von Interessenkonflikten oder Bestechungen von Fondsmanagern und ähnliche Praktiken bekannt. Bei solchen Zuständen wird mehr Aufsicht nützlich sein. Aber was wird ehrlichen Managern helfen? Weniger Umschichtungen, mehr Wertpapier- und Marktanalyse, weniger Verkaufskosten, tiefere Börsenmärkte, optimale Fondsgrößen, theoriegerechte oder risikoreichere Porteuilles?

Tabelle 1

Zahl der deutschen Investmentfonds mit höherem Wertzuwachs als Sparbuch, Anleihe und Aktienindex des Statistischen Bundesamtes[a]

Anlagezeitraum in Jahren endend am 31. Dez. 1971	Zahl der Investmentfonds[b] mit höherem Wertzuwachs als		
	Sparbuch[c]	7 % Anleihe[d]	Aktienindex[e]
1	13	9	0
2	0	0	4
3	1	1	1
4	3	1	1
5	18	10	0
6	10	2	1
7	2	2	2
8	2	1	2
9	7	1	1
10	1	0	3

[a] Ohne Berücksichtigung von Ankaufs- oder Verkaufsspesen. — [b] 20 deutsche Aktienfonds, deren Anteile von Anfang 1962 bis Ende 1971 erworben werden konnten. Ausschüttungen wurden sofort wieder in denselben Fond investiert. — [c] Zinsen wurden auf dem Sparbuch belassen, d. h. zu den jeweils gültigen Konditionen wieder angelegt. — [d] Zinsen wurden zu 7 % reinvestiert. — [e] Aktienindex des Statistischen Bundesamtes. Zur Berechnungsmethode s. „Wirtschaft und Statistik", 1967, H. 6, S. 341 ff. Dividenden wurden reinvestiert.

Quelle: Der Tabelle liegt eine Aufstellung der Wertentwicklung der deutschen Investmentfonds zugrunde, die im „Handelsblatt", Nr. 10 vom 14./15. Januar 1972, veröffentlicht wurde. Berechnungen des Verfassers.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 2

Durchschnittliche Anlagenutzen von deutschen Investmentfonds und der Direktanlage in Aktien nach Maßgabe des Aktienindex des Statistischen Bundesamtes in Prozent p. a.

Anlagezeitraum in Jahren endend am 31. Dez. 1971	Anlagenutzen[a), b)]		
	zwanzig[c)] Aktienfonds	alle[d)] Aktienfonds	Aktien-index[e)]
1	6,1	4,7	15,0
2	– 4,8	– 4,4	– 3,9
3	– 2,1	– 2,0	2,6
4	1,6	1,8	6,2
5	7,6	8,0	12,5
6	4,6	5,0	7,5
7	2,7	2,9	4,4
8	3,0	3,2	4,3
9	3,7	3,7	5,5
10	1,6	1,6	2,5

a) Wie Tabelle 1. — b) Für Investmentfonds berechnet mit Hilfe der ungewogenen geometrischen Mittel der jährlichen Wachstumsfaktoren der einzelnen Aktienfonds, für den Aktienindex mit Hilfe der geometrischen Mittel der jährlichen Wachstumsfaktoren. Mit den Angaben in „Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank", Reihe 2, Wertpapierstatistik, wurden auch die gewogenen Durchschnitte errechnet, soweit Daten verfügbar sind (Anlageperioden 1 - 5). Die gewogenen wichen nur unerheblich von den ungewogenen Durchschnitten ab. — c) Siehe b) Tabelle 1. — d) Deutsche Aktienfonds, deren Anteile im gesamten jeweiligen Anlagezeitraum erworben werden konnten. Zahl der Fonds (Anlagezeitraum in Klammern): 42 (1), 32 (2), 25 (3), 22 (4), 21 (5, 6, 7 u. 8), 20 (9 u. 10 Jahre). — e) Siehe Tabelle 1.

Quelle: Der Tabelle liegt eine Aufstellung der Wertentwicklung der deutschen Investmentfonds zugrunde, die im „Handelsblatt", Nr. 10 vom 14./15. Januar 1972, veröffentlicht wurde. Berechnungen des Verfassers.

schnitt Wertsteigerungen, die zwischen dem Anstieg des NYSE-Index — der alle Aktien umfaßt, die an der New York Stock Exchange notiert werden — und dem des schneller avancierten Index des National Quotation Bureau für Freiverkehrswerte lagen (Ausschüttungen in beiden Fällen reinvestiert), und boten dem Anleger regelmäßig höhere Anlagenutzen als festverzinsliche Wertpapiere, nämlich selbst bei Anlage in Fonds der niedrigsten Risikoklasse etwa 9 %. Es ist aber unklar, welche Faktoren diese Ergebnisse ermöglicht haben. Da Zufallsportefeuilles durchaus vergleichbare Ergebnisse erzielen, stellt sich zudem die Frage, was der Anleger für die Management- und Verwaltungsgebühren erhält. I. *Friend*, M. *Blume* und J. *Crockett*, Mutual Funds and Other Institutional Investors, A New Perspective, New York 1970, bes. Chapters 3. u. 5. Vgl. auch Institutional Investor Study Report of the Securities and Exchange Commission, Washington 1971, Vol. 2, S. 328 - 347.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

So schwer hier eine Antwort ist, eine Parallele drängt sich auf. Es gab zwar Gesellschaften, die sine obligo Anteile an Kreditpools anboten, und es gibt sie noch und wieder. Nicht sie haben aber das Kleingläubigerproblem gelöst, sondern die Bankiers, die ihrer Kundschaft Verzinsung und Rückzahlung der Anlage garantierten. Wer würde seine Ersparnisse einem Kreditinstitut überlassen, das ihm zunächst einmal Verkaufsspesen und später Verwaltungskosten abzieht und das ihm lediglich einen Anteil daran verspricht, was immer bei der Anlage in ungesicherte Kredite herausspringt, ohne daß er nennenswerten Einfluß auf die Geschäftsführung hätte? Ein Investmentsparer macht genau das, nur daß der Fond seiner Wahl anstelle unbesicherter Kredite gewöhnlich Beteiligungstitel vorzieht.

Das Alter der Investmentfonds, das sicherlich für ihre relativ geringe Bedeutung eine Rolle spielt, mag diese Situation erklären. Während Geschäftspraktiken und Organisationsform unserer heutigen Banken das Ergebnis einer jahrhundertelangen Entwicklung darstellen, sind die Investmentfonds Gebilde weniger Jahrzehnte. Die überzeugende Form des financial intermediary im Bereich der Beteiligungstitel, die die Interessen von Anlegern und Management koppelt und gleichrichtet, ist noch nicht gefunden. Die Erfahrungen der letzten Jahre und Experimente im Investmentsektor mögen die Weiterentwicklung beschleunigen. Vielleicht wird es bald nicht nur no-load funds geben, sondern auch mehr Fonds mit symetrischen Erfolgsgebühren, d. h. Erfolgsprämien und Mißerfolgszubußen[22]. Gibt man solchen Prämien und Zubußen mehr und mehr Gewicht, dann ist der Weg zu einer attraktiven Investmentgesellschaft nicht mehr weit, einer Gesellschaft, die selbst Kleinanlegern Renditen über dem Anleihezins nicht nur verspricht, sondern voll und fest garantiert. Vor allem eine Regelung wie bei kumulativen festen Vorzugsdividenden bietet sich an. Das wäre eine Lösung des Kleinaktionärsproblems, die unter allen Aspekten akzeptiert werden könnte.

Hartmut Schmidt, Hamburg

---

[22] Erfolgsgebundene Beratungsgebühren sind in den USA seit 1966 üblich geworden. Die SEC hat 1969 eine Änderung von Section 205 des Investment Advisers Act von 1940 verlangt und bei der Novellierung der Investmentgesetze im Dezember 1970 (Public Law 91 - 547, Sec. 25) auch erhalten, die zwingend symmetrische Mißerfolgszubußen vorschreibt, wenn Erfolgsprämien vereinbart werden. Vgl. hierzu bes. Institutional Investor Study, a.a.O., S. 254 - 266.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zusammenfassung

Der Aspekt der Kosten des Wertpapierdienstes

Die Zahl der Aktionäre in der Bundesrepublik hat sich in den letzten zwanzig Jahren vervielfacht, während der durchschnittliche Aktienbestand pro Depot in diesem Zeitraum stark abfiel. Wegen ihrer positiven gesamtwirtschaftlichen Aspekte ist diese Entwicklung gefördert und begrüßt worden. Für die Emittenten jedoch erhöhten sich dadurch die Kosten des Wertpapierdienstes um mehrstellige Millionenbeträge, besonders seit dem Inkrafttreten des neuen Aktiengesetzes.

In den Vereinigten Staaten sind mehr und mehr Gesellschaften dazu übergegangen, von Zeit zu Zeit eigene Aktien zu erwerben. In einer Reihe von Fällen wurden auf diese Weise Kleinaktionäre ausgekauft und so die Kosten des Wertpapierdienstes und die Eigenkapitalkosten reduziert. Auch in Deutschland könnten diese Kosten über die Konzentration von Streubesitz verringert werden, jedoch nur unter erschwerenden Bedingungen. Solche Transaktionen lassen sich formell wie Investitionsprojekte behandeln, wie die Ansätze zur Berechnung des Nettobarwertes und des optimalen Umfangs von Konzentrationsaktionen zeigen. Daß derartige Aktionen in Deutschland bisher nicht beobachtetwerden konnten, dürfte hauptsächlich auf die herrschenden Tendenzen der deutschen Vermögenspolitik zurückzuführen sein.

Ohnehin kann das Problem der Wertpapierkosten durch Konzentrationsaktionen nur für einzelne Emittenten gelöst werden. Die Gesamtheit der Unternehmen ist auf Kleinaktionäre angewiesen. Da es ein Kleinaktionärsproblem, aber kein Kleingläubigerproblem gibt, stellt sich die Frage, ob Spezialinstitute Losgrößentransformation im Bereich von Aktien ebenso erfolgreich arbeiten könnten wie die Kreditinstitute im Bereich der Forderungs-Titel. Die Erfahrung deutscher Investmentfonds legt eine negative Antwort nahe. Jedoch kann auch bei solchen Spezialinstituten, anders als bei Investmentfonds, eine gewisse Garantie der Rendite neben die Risikotransformation nur durch Deversifikation und neben die Losgrößentransformation treten. So kämen sie dem bewährten Modell der Kreditinstitute erheblich näher.

Summary

Small Shareholders — The Cost Aspect of Servicing Securities

In the past twenty years, the number of sareholders in the Federal Republic of Germany has multiplied, while the average share portfolio per safe custody deposit has dropped sharply in the same period. On account of its positive macroeconomic aspect, this trend has been supported and welcomed. For issuers, however, the cost of servicing securities has consequently increased

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

by many millions, especially since the new joint stock company act came into force.

In the United States, more and more companies have gone over to purchasing their own shares from time to time. In a number of cases very small shareholders were bought out in this way, thus reducing security servicing costs and the cost of equity capital. In Germany, too, these costs could be cut by concentration of scattered holdings, but only under aggravating conditions. Such transactions can be formally treated as investment projects, as illustrated by the approaches to calculating the net cash value and the optimal scope of concentration activities. The fact that such activities have not been observed so far in Germany, is probably due mainly to the prevailing trends in German wealth policy.

In any case, the problem of security costs can be solved by concentration campaigns only for individual issuers. Taken as a whole, firms are dependent on the small shareholder. Since there is a small-shareholder problem, but no small-creditor problem, the question presents itself of whether special institutions engaging in lot size transformation in the domain of shares might not operate quite as succesfully as banks in the field of credit instruments. The experience of German investment trusts suggest that the answer is negative. However, in the case of such special-purpose institutions, too, unlike unit trusts, there can be a certain garanty of profit side by side with risk transformation only by way of diversification and side by side with lot size transformation. This would bring them considerably closer to the tried and proven model of the banks.

Résumé

Petits actionnaires: L'aspect des couts du service-titres

En Allemagne fédérale, le nombre des actionnaires s'est multiplié au cours des vigt dernières années alors que le nombre moyen d'actions par dépôt auprès des institutions bancaires et financières régressait fortement au cours du même laps de temps. En raison de ses aspects positifs sur l'ensemble de l'économie, cette évolution fut agrée et même encouragée. Mais pour les émetteurs, ce développement a augmenté les coûts du service-titres de plusieurs millions de DM, en particulier depuis l'entrée en vigueur de la nouvelle loi sur les sociétés par actions.

Aux Etats-Unis, les sociétés ont de plus en plus pris l'habitude d'acquérir de temps à autre des paquets de leurs propres actions. Dans nombre de cas, ces opérations ont permis d'éliminer les actionnaires les plus modestes, ce qui eut pour effect de réduire le coût du service-titres comme celui du capital propre. L'on pourrait également diminuers ces frais en Allemagne fédérale par un concentration des titres excessivement dispersés, mais les conditions n'en seraient

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

pas simples. Pareilles transactions se traitent dans la forme comme des projets d'investissement, ainsi que l'atteste le calcul de la valeur nette en espèces et de l'ampleur optimale des opérations de concentration. Que l'on n'ait pas encore pu observer de telles opérations en Allemagne fédérale doit principalement être imputable aux tendances dominantes de la politique allemande de formation de patrimoines.

Le problème du coût des valeurs mobilières ne peut de toute manière trouver de solution dans des opérations de concentration que pour des émetteurs individules. L'ensemble des entreprises a besoin du soutien des petitis actionaires. Comme le problème est posé par les petits actionnaires et non par les petits créanciers, la question se pose de savoir si des établissements spécialisés seraient en mesure d'assurer dans le domaine de actions la composition de paquets suffisament importants et diversifiés avec le même succès que les établissements bancaires et financiers dans le domaine des titres de créance. L'expérience des fonds communs de placement allemands n'incite pas à l'optimisme. Néanmoins, d'autre manière que dans les fonds d'investissement, les établissements spécialisés précités ne peuvent obtenir une certaine garantie de rendement à côté de la transformation des risques que grâce à la diversification, compte non tenu de la composition optimale de ces lots d'actions. L'on se rapprocherait ainsi du modèle qui a fait ses preuves dans les établissements bancaires et financiers.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.7.3.379 | Generated on 2025-07-26 19:33:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/