

## SIGLO Timeout Nr. 98 – Ist das Prinzipal-Agenten-Dilemma gelöst?

### Inhalt

Das Prinzipal-Agenten-Dilemma beschreibt einen möglichen Interessenkonflikt zwischen dem Eigentümer einer Firma (Prinzipal) und der angestellten Geschäftsleitung (Agent). Der Prinzipal möchte, dass es der Firma gut geht, während der Agent möglicherweise mehr daran interessiert ist, dass es ihm selber gut geht. Seit Jahrzehnten beschäftigen sich sowohl Akademiker als auch Praktiker mit Lösungen für dieses Dilemma und suchen nach möglichst harmonischen Anreizen für beide Parteien, damit alle am gleichen Strick ziehen. Wir erörtern im Timeout eine zugegebenermassen zynische aber leider in der heutigen Praxis teilweise umgesetzte Lösung. Das Dilemma tritt nämlich gar nicht auf, wenn es dem Prinzipal egal ist, was der Agent macht.

### Geschichte

Das Prinzipal-Agenten-Dilemma geht auf die Gedanken von Ronald Coase zurück, der bereits 1937 erkannte, dass Unternehmen ein Geflecht von Verträgen darstellen, welche unvollständig und damit oft sub-optimal sein können. Rund 40 Jahre später erörterten die Herren Jensen und Meckling in ihrem Paper das Dilemma formaler und fügten das bereits im letzten Timeout aufgegriffene Problem der asymmetrischen Information hinzu. Agenten wissen mehr über die arbeitgebende Firma als die Aktionäre dieser Firma.

Eine zentrale Annahme in allen Beiträgen liegt darin, dass sowohl der Prinzipal als auch der Agent ihre eigenen Interessen verfolgen. Das ist so offensichtlich, dass es (fast) nie explizit hinterfragt wird. Aber genau hier setzen wir nicht ganz frei von Ironie und Befremdung an. Sind sich die Anleger, insbesondere passive, des Dilemmas bewusst und sind sie bemüht, ihre eigenen legitimen Interessen gegenüber den selbstsicheren Agenten zu verteidigen?

### Weshalb ein Dilemma?

Wir vereinfachen an dieser Stelle natürlich und versuchen die Problematik so simpel wie möglich darzustellen. Grundsätzlich kann der Prinzipal (bzw. die Gemeinschaft aller Eigentümer) einen Agenten (bzw. ein Agententeam sprich Geschäftsführung) anstellen, um seine Firma zu führen. Ein Dilemma tritt auf, wenn der Agent in erster Linie in die eigene Tasche wirtschaftet und nur sekundär das Wohlergehen der gesamten Firma im Auge hat.

Beispielsweise wenn sich ein Agent Jahr für Jahr einen horrenden Bonus gönnt und die

Firma deshalb nur bescheidene Gewinne erzielt oder vielleicht sogar Verluste erleidet. Beispielsweise wenn man sich mit Konkurrenten in den USA vergleicht und das Gefühl hat, man habe auf gleiche Entschädigungen Anrecht, weil man ja in der gleichen Branche tätig ist. Das wirkt etwa so überzeugend wie wenn die Nummer 200 der ATP-Rangliste im Männertennis das gleiche Einkommen wie Roger, Rafa oder Novak fordern würde, weil er auch sehr viel Tennis spielt und sich dabei stets grosse Mühe gibt. Unsere Leser finden sicher diverse weitere praktische Beispiele sowohl in der Schweiz als auch international.

### In der heutigen Praxis kein Dilemma

Das Dilemma entsteht natürlich nur, wenn sich Aktionäre für die Ergebnisse ihrer Firma und Boni der Geschäftsleitung interessieren. Wachsame Eigentümer müssten bemerken, dass die Rendite des operativen Geschäfts eigentlich lukrativ wäre, aber aufgrund hoher Boni nur in die Tasche der Agenten fliesst und nicht als Dividende oder Kapitalgewinn zu den Eigentümern. Man dürfte daher erwarten, dass rationale Anleger Firmen mit so einseitigen Gewinnverteilungen meiden oder sie aber umstimmen. Wer hingegen nur nach Massgabe der Firmengrösse investiert (z.B. indexiert oder in ETFs mit Depotstimmrecht) und sich nicht für Corporate Governance der Unternehmen interessiert, übersieht evtl. das PA-Dilemma und merkt gar nicht, dass er von seinen Agenten übervorteilt wird.

Noch dramatischer wäre es, wenn es den Aktionären einfach egal wäre, dass sich die geschäftsführenden Agenten der Firma dreist bereichern. Ein Schelm wer Böses denkt...

...doch in Anbetracht der glänzenden Wahlergebnisse gewisser Verwaltungsräte, die in den letzten Jahrzehnten Milliarden Franken an verschiedene Geschäftsleitungen mit sehr unterschiedlichen Strategien ausschütteten und auch selbst mit beiden Händen kräftig in den Honigtopf griffen, nicht ganz aus der Luft gegriffen. Ein Blick auf die Kursentwicklung diverser Firmen oder auf ihre Ausschüttungspolitik von Dividenden spricht leider Bände. Während die Kurse nach wie vor meilenweit von Höchstständen vor der Finanzkrise 2008 entfernt vor sich hin dümpeln, wurden zahlreiche Agenten in der gleichen Zeit vergoldet. In unseren Yogalektionen lernten wir unter anderem, nicht immer gleich zu urteilen, sondern ab und zu auch nur zu beobachten. Wir wenden das hier im Timeout an und lassen die Leser die Situation selbst beurteilen.

### **Weit über Shareholdervalue hinaus**

Man könnte kontern, dass die Unternehmen möglicherweise aktuell tiefe Aktienkurse aufweisen aber sich stark für ihre Stakeholder und ihre Umwelt engagieren und somit langfristig sehr sinnvoll investieren. Der Mehrwert dieser langfristigen Sicht würde früher oder später schon sichtbar aber ist im Kurs heute bloss noch nicht eingepreist. Mal schauen...

Als Gegenargument wird angeführt, dass Aktienkurse alleine nicht ausreichen, um faire und sinnvolle Leistungsbeurteilungen einer Firma bzw. deren Führung abzugeben. Wir teilen die Ansicht und sind der Überzeugung, dass sich das Wohlergehen der Firma effektiv nicht nur am Aktienkurs ablesen lässt. Aus dieser Perspektive sollte man bei schwacher Kursentwicklung aber auf besonders hohe Mitarbeiterzufriedenheit oder aussergewöhnliche Unterstützung für die Region stossen. Wir überlassen die Wertung den Lesern.

### **Ein Large Cap Phänomen**

Das Prinzipal-Agenten-Dilemma wird komplizierter, wenn es viele Prinzipals und Agenten gibt. Bei Grossfirmen ist das Problem daher wohl wesentlich ausgeprägter als bei KMUs. Zudem sind bei vielen KMUs die Prinzipale selbst auch ins Tagesgeschäft eingebunden, weshalb sie sich mit hohen Boni und tiefen Dividenden ins eigene Fleisch schneiden. Grossfirmen sind in der Regel börsenkotiert und gehören damit sehr vielen verschiedenen

Eigentümern. So ist praktisch jeder berufstätige Schweizer in alle SMI-Titel investiert, weil seine Pensionskasse mit grösster Wahrscheinlichkeit in alle diese Aktien investiert. Es geht uns also alle etwas an, weil wir die Aktionäre dieser Firmen sind, aber vielleicht ist das nicht allen Arbeitnehmern so bewusst.

Uns ist klar, dass man triviale Lösungen für KMUs nicht ohne Weiteres auf kotierte und internationale Grossfirmen anwenden sollte. Dennoch überrascht es uns, wie selten sich in Aktionärsabstimmungen Mehrheiten in der breiten Eigentümerschaft finden, die ihre eigenen Interessen vertreten und nicht bloss die VR-Vorschläge abnicken. Ausser den wenigen und leider oft belächelten Rednern an Aktionärsversammlungen hören wir kaum kritische Stimmen. Zudem ist es eine Farce, wenn man sich über einen «Achtungserfolg» oder einen «Warnschuss» bei Abstimmungen freuen muss, obwohl die VR-Vorlagen den Aktionärsinteressen entgegenlaufen. Als ob gewisse Geschäftsleitungen oder VRs nur einen Pfifferling auf kritische Voten gäben.

### **ESG**

Noch absurder wird die heutige Situation, wenn man sich die hohe Popularität von ESG vor Augen führt. Environmental, Social und Governance. Ja genau, G wie Governance. Fällt das Prinzipal-Agenten-Dilemma nicht in die Rubrik Governance? Sollten Anleger nicht nur auf die Messungen von CO<sub>2</sub>-Emissionen einer Firma pochen, sondern auch Aspekte für den S und G von ESG bei ihren Aktienanlagen in Betracht ziehen?

Übertroffen wird die Absurdität nur noch von Anbietern, welche übereifrig ihre ESG-Fonds anbieten, fleissig andere (böse) Unternehmen aus ihrem Anlageuniversum ausschliessen aber offensichtlich keine Absicht hegen, gute Corporate Governance Anforderungen beim Mutterhaus durchzusetzen. Führen simple Ausschlüsse einzelner Aktientitel wirklich zu besserer Governance bei den Firmen? Wären konstruktive Dialoge, entweder direkt oder via glaubwürdige Aktionärsvertretung nicht zielführender (Engagement)? Gerade weil in der Schweiz institutionelle Anleger oft passiv anlegen und daher kaum um Anlagen in den Large Caps kommen, drängt sich die Lösung des PA-Dilemmas über Engagement auf.

### Der öffentliche Druck ist real

In einem Marktumfeld mit negativen Zinsen, einem nie dagewesenen Kostendruck, hohen Herausforderungen bei der Erreichung von Zielrenditen netto in CHF und dem unüberhörbaren Wunsch vieler Versicherter nach «nachhaltigen» Anlageansätzen, überrascht es, dass wir uns als Aktionäre nicht mehr für unsere Interessen als Eigentümer kotierter Firmen einsetzen. Wer nun meint, wir würden Vorwürfe gegen Institutionelle erheben, ohne ihre schwierige Situation zu berücksichtigen, irrt. Uns ist ihre sehr komplexe Ausgangslage absolut bewusst, sowohl aus eigener, praktischer Erfahrung als auch dank jahrelanger Beratung vieler hoch-professioneller Kunden.

Wir sind sicher, dass es vielen institutionellen Anlegern nicht egal ist, wenn PA-Dilemmas mögliche Anlagerenditen mindern. Doch nur wenige sind verständlicherweise bereit, deswegen das dominante Dogma indexierter Anlagen in Frage zu stellen oder sogar aktiv abzulehnen, indem sie nur Anlagen in Firmen tätigen mit guter Governance und tauglichen Lösungen für das PA-Dilemma. Man lädt sich damit eine Menge von Zusatzaufgaben auf, deren Bearbeitung nicht nur zeitintensiv ist, sondern evtl. in einer Unterperformance und einer verminderten Diversifikation endet, die weder vom Chef noch von Versicherten oder Consultants und Controllern verstanden und geschätzt wird. Anstelle einer polemischen Entweder-Oder-Diskussion drängt sich hier der gute alte Schweizer-Kompromiss auf. Attraktive Nettorenditen und Engagement für gute Governance schliessen sich ja nicht aus.

#### **SIGLO Capital Advisors AG**

*berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,*

*liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,*

*bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,*

*ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten*

[www.siglo.ch](http://www.siglo.ch) / [contact@siglo.ch](mailto:contact@siglo.ch)

### Was nun?

Die Hoffnung, dass sich gewisse Agenten in Zukunft selber zügeln, ist in unseren Augen naiv. Ein Blick auf die Handlungen einzelner Individuen und den Forderungen gegenüber ihren langjährigen Arbeitgebern reicht, um festzustellen, dass sie niemals den Hals voll kriegen. Gerade deshalb ist es so ärgerlich, dass neue, unnötige regulatorische Eingriffe gefordert werden, nur weil ein paar selbsternannte Wirtschaftskapitäne jegliches Mass an Vernunft vermissen lassen. Aber anstatt nur mit den Augen zu rollen, sollten wir über praktische Lösungen für das PA-Dilemma nachdenken und uns für bessere Corporate Governance Strukturen bei den betroffenen Large Caps weltweit einsetzen. Davon profitierten wohl über 99% aller Versicherten.

PA-Dilemmas lassen sich zwar vermeiden, wenn sich Aktionäre nur für Tracking Errors zu Indizes aber nicht für die Governance ihrer Titel interessieren. Wer Kosten und Aufwand bei Vermögensanlagen minimiert, geht aber das Risiko ein, dass Agenten diesen Mangel an Überwachung ausnutzen. Das kann zum Pyrrhussieg werden. Deshalb sollten sich Aktionäre, egal ob aktiv oder passiv, stärker auf ihre Rolle als Eigentümer besinnen. Ein erster Schritt liegt in der Formulierung eines eigenen Leitbildes, das die Grundsätze der gesamten Anlagetätigkeit festlegt, Prinzipien setzt und Ziele priorisiert. Dem könnten eine Strategie und praktische Richtlinien folgen. Damit wehrt man als Institutioneller nicht nur ideologischen, politischen Druck ab, sondern verbessert zugleich sein Renditepotenzial.

