

**vikas agarwal • oguzhan karakas • peter limbach •
honglin ren**

de facto voting power and the value of voting rights

CFR working paper 26-07

Wie viel Einfluss ein Aktionär tatsächlich hat, hängt nicht nur von seinem Aktienbesitz ab, sondern auch davon, wie viele andere Aktionäre abstimmen. Tatsächlich werden bei Hauptversammlungen regelmäßig deutlich weniger als 100 % der Stimmrechte ausgeübt. In der US-Stichprobe der Studie liegt die durchschnittliche Beteiligung bei knapp 80 % und variiert erheblich zwischen Unternehmen. In vielen anderen Ländern ist die Beteiligung mit durchschnittlich nur 40 bis 60 % sogar noch deutlich niedriger. Besitzt ein Investor beispielsweise 10 % der Aktien, kontrolliert er bei einer Abstimmungsbeteiligung von 50 % effektiv 20 % der abgegebenen Stimmen. Formale Stimmrechte und tatsächlicher Einfluss - die *de facto* voting power - können daher erheblich voneinander abweichen. Die Studie untersucht, ob Investoren diesen Unterschied berücksichtigen und Stimmrechte höher bewerten, wenn weniger andere Aktionäre ihre Stimmrechte ausüben.

Die Autoren zeigen zunächst, dass die Abstimmungsbeteiligung bei Unternehmen über die Zeit sehr stabil und damit gut vorhersehbar ist. Investoren können den zukünftigen tatsächlichen Einfluss ihrer Stimmrechte somit abschätzen. Entsprechend zeigt sich, dass je geringer die Abstimmungsbeteiligung, desto höher der Marktwert von Stimmrechten ist. Ein Rückgang der Beteiligung um 13 Prozentpunkte (eine Standardabweichung) erhöht die Stimmrechtsprämie von Aktien um rund 2,4 Basispunkte, was etwa 2,2 Mio. US-Dollar für das durchschnittliche US-Unternehmen entspricht. Für eine bessere Identifikation von Ursache und Wirkung nutzt die Studie eine Änderung der NYSE-Regeln im Jahr 2010: Seitdem dürfen Broker bei Wahlen von Aufsichtsräten nicht mehr ohne ausdrückliche Weisung ihrer Kunden abstimmen. Bei Unternehmen, die zuvor besonders stark von solchen Broker-Stimmen profitiert hatten, sank die Beteiligung infolge der Reform um rund 9 Prozentpunkte stärker als bei weniger betroffenen Unternehmen; gleichzeitig stieg ihre Stimmrechtsprämie um rund 7 Basispunkte. Dieser quasi-experimentelle Befund spricht dafür, dass eine geringere Beteiligung tatsächlich den Wert der verbleibenden Stimmrechte erhöht. Interessant ist auch, dass bei Unternehmen mit niedriger Abstimmungsbeteiligung später häufiger kontroverse Abstimmungen und aktivistische Kampagnen auftreten - und Stimmrechte genau dann einen höheren Wert haben, wenn solche Ereignisse wahrscheinlicher sind.

Für Corporate Governance ist also nicht allein entscheidend, wem Stimmrechte gehören, sondern wer sie tatsächlich ausübt. Geringe Abstimmungsbeteiligung bedeutet nicht einfach weniger Aktionärs Einfluss. Sie konzentriert vielmehr die tatsächliche Kontrolle bei denjenigen Investoren, die abstimmen, und kann damit auch aktivistische Investoren stärken. Für Investoren ist die erwartete Abstimmungsbeteiligung daher wichtig zur Beurteilung ihres tatsächlichen Einflusses und somit bewertungsrelevant. Für Unternehmen und Regulierungsbehörden folgt daraus, dass Maßnahmen zur Veränderung der Aktionärsbeteiligung zugleich die Machtverteilung zwischen Aktionären und den Wert von Stimmrechten verändern können. Dies gilt gerade auch außerhalb der USA, z. B. in Deutschland, wo die Abstimmungsbeteiligung häufig noch niedriger ist und Entscheidungen überwiegend auf Basis der abgegebenen Stimmen getroffen werden.