

Quadratische Stimmrechte – Revolution für Hauptversammlungen (HV)

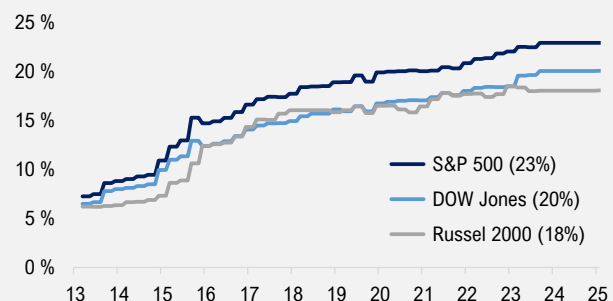
Das Ungleichgewicht entlang der Stimmrechte von Anteilseignern börsennotierter Kapitalgesellschaften hat extreme Ausmaße angenommen. Während eine Handvoll vorwiegend passiv investierender Fondsgesellschaften bei liquiden, globalen Werten mittlerweile durchschnittlich 20+% der ausstehenden Stimmrechte ausmacht, schwindet der Einfluss der breiten Investorenbasis, die Gelder vornehmlich aktiv verwalten, zunehmend. Diese enorme Machtkonzentration der Wenigen stellt in erster Linie ein gesellschaftliches Problem dar, weil die Mehrheit der Anleger einer Minderheit ohnmächtig gegenübersteht. Dadurch verliert die Mehrheit den Anreiz, den Wandel der Kapitalgesellschaften hin zu nachhaltigeren Geschäftsmodellen voranzutreiben. Eine Lösung hierfür könnten Quadratische Stimmrechte sein, die diesem Ungleichgewicht demokratisch und ökonomisch sinnvoll entgegenwirken – zum Einsatz kam dieses Verfahren bereits bei OpenAI, wenn es darum geht interne Entscheidungen herbeizuführen. Wir erläutern die Vor- und Nachteile.

Kontraproduktive Machtkonzentration

Darauf zu vertrauen, dass eine Elite von Anlegern mit enormer Machtkonzentration den Wandel global agierender Kapitalgesellschaften hin zu nachhaltigeren Geschäftsmodellen im Sinne der Gesellschaft vorantreibt, ist naiv. Wird der Wandel nicht von der Mehrheit der Anleger aktiv mitgestaltet, besteht das Risiko, dass der erhoffte ökonomische Mehrwert nur wenigen zuteil wird, oder ganz ausbleibt.

Verantwortlich für diese Machtkonzentration ist vor allem das Kapital, das passiv verwaltenden Indexfonds zufließt. Zum Ende des Jahres 2024 betrug der Anteil passiv verwalteter Gelder entlang global investierender Aktienfonds unseren Berechnungen zufolge knapp über 50%. Die drei größten Verwalter passiver Indexfonds – Blackrock, Vanguard und State Street – machten 65% davon aus. Bei 90% aller börsennotierten US-Firmen ist eine dieser drei Plattformen bereits größter Anteilseigner (Abb. 1).

Abb. 1: Ø-Anteil gehalten von Anbietern passiver Fonds



Quellen: Refinitiv, eigene Berechnungen (Stand: 31.01.2025), Dickemann Capital

Zwar geben diese Gesellschaften an, die mit den von ihnen verwalteten Geldern verbundenen Stimmrechte ihren Kunden über standardisierte Kataloge von Präferenzkriterien zugänglich zu machen. Das reicht jedoch nicht aus, um das Problem der Machtkonzentration entlang von Stimmrechten zu lösen.

Dies hat vor allem vor dem Hintergrund bestand, dass die Höhe der Partizipationsrate der Anleger in passiven Indexfonds nur schwer abzuschätzen ist. Solange Stimmrechte schlicht nach Anteilen ausgerichtet sind, die sich an monetären Größen orientieren, wird der Wandel der Gesellschaft hinter seinem Potenzial zurückbleiben.

Die Vorteile quadratischer Stimmrechte

Während personenbezogene Stimmrechte die politische Gleichheit der Individuen innerhalb einer Gesellschaft betonen, berücksichtigt diese Variante jedoch nicht solche Akteure, die eine differenziertere Präferenz zum Ausdruck bringen möchten – beispielsweise neben der Richtung ihrer Meinung (für oder gegen Sachverhalt X) auch den Grad ihrer Überzeugung (schwach bis stark).

Auch kämen bei einer personenbezogenen Abstimmung diejenigen Anteilseigner zu kurz, die mit viel Kapital erheblichen Einfluss auf ein Geschäftsmodell ausüben könnten, um einen positiven und messbaren Beitrag für die Gesellschaft als Ganzes zu erzeugen (Abb. 2, oben).

Hingegen gelten nach Kapitalgesellschaftsrecht solche Abstimmungskonzepte, die auf monetäre Größen abstellen, als geeignetes Mittel, um Interessen und Stimmrechte miteinander in Einklang zu bringen. Die Kehrseite hiervon ist die bereits erwähnte Konzentration von Macht entlang der Wenigen, die der Ohnmacht der Vielen gegenübersteht (Abb. 2, mittig).

Die quadratische Abstimmung hingegen, bei der die Kosten einer jeden weiteren abgegebenen Stimme (n) zum Quadrat steigen (n^2), liegt in der Mitte zwischen diesen beiden Extremen und schafft das perfekte Gleichgewicht (Abb. 2, unten).

Während Stimmrechte proportional zur investierten Menge des Gesamtkapitals ausgegeben werden, verfügen Wahlberechtigte über ein Budget aus Anteilen („credits“), mit dessen Hilfe Präferenzen in Bezug auf beliebig viele Fragestellungen auf einem Stimmzettel ausgedrückt werden können.

Stimmt man für einen Vorschlag des Managements, kostet die erste Stimme 1 Credit, die zweite Stimme 4 Credits und die dritte Stimme 9 Credits, usw. (n^2). Anders formuliert: der Einfluss nimmt mit jeder weiteren abgegebenen Stimme degressiv ab. Auch könnte gegen einen weiteren Vorschlag des Managements mit Anteilen abgestimmt werden – bis das zur Verfügung stehende Budget aus Anteilen aufgebraucht ist.

Anders als bei dem übermäßigen Privilegieren diffuser Interessen eines personenbezogenen Stimmrechts oder konzentrierten Interessen auf Basis monetärer Größen, ermöglicht das quadratische Stimmrecht neben der Richtung der Meinung auch die Präferenz Credits nicht nur zwischen den Fragestellungen aufzuteilen, sondern auch die Stärke dieser Meinung zu berücksichtigen.

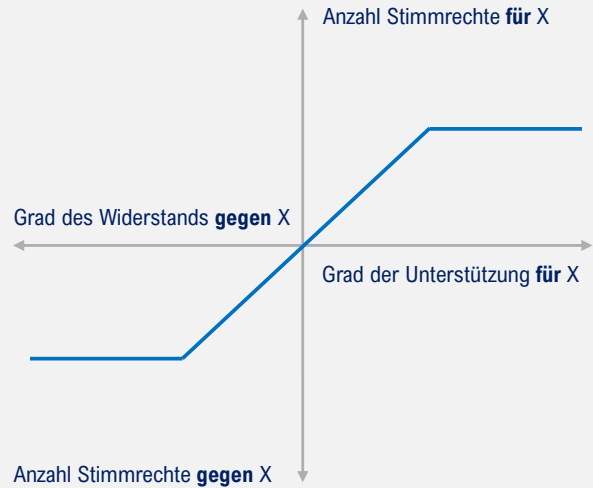
Ein Beispiel aus der Praxis zeigt, wie die grundlegende Mechanik des Quadratischen Stimmrechts weiterentwickelt werden kann. Mittels Quadratischer Finanzierung revolutioniert **Gitcoin** seit 2019 die Allokation von Kapital an Open-Source-Projekte, öffentliche Güter und digitale Gesellschaften.

Auf dieser Plattform schlagen Gemeinschaften Projekte vor, die finanziert werden sollen. In einem Matching-Pool stehen Gelder zur Verfügung, die gesponsert wurden und verteilt werden.

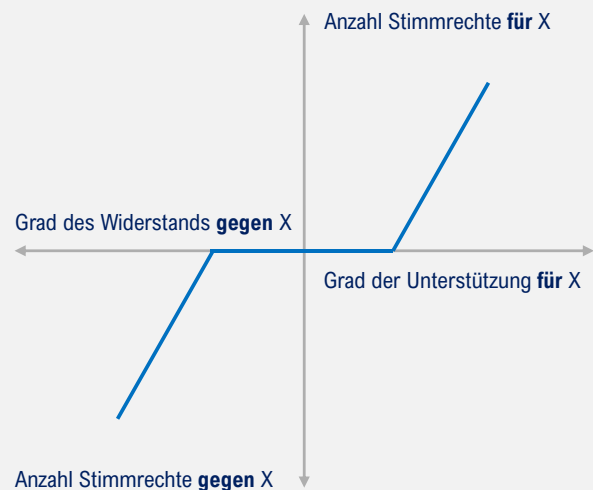
Ein Algorithmus berechnet, wie diese Gelder an die Abstimmungsberechtigten verteilt werden. Dies stellt sicher, dass Finanzierungsentscheidungen nicht nur von denen mit dem meisten Geld getroffen werden, sondern von den kollektiven Interessen der spendenden Gemeinschaft.

Abb. 2: Überlegenheit Quadratischer Stimmrechte

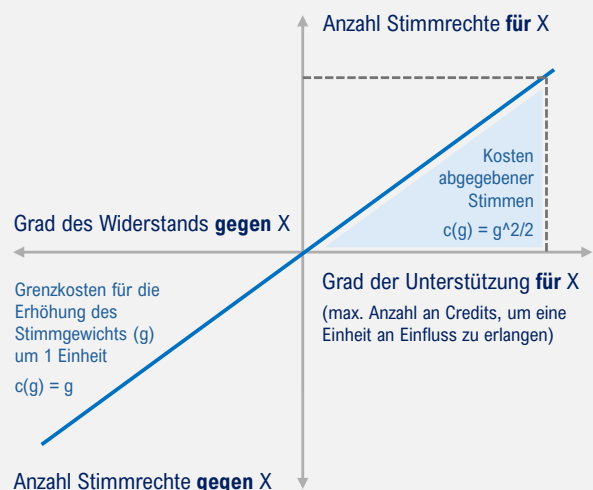
A) Pluralistisches Stimmrecht (one person, one vote)



B) Monetäres Stimmrecht (one share, one vote)



C) Quadratisches Stimmrecht (quadratic vote)



Quellen: in Anlehnung an Buterin, V., Hitzig, Z., Weyl, E. (2018), Dickemann Capital

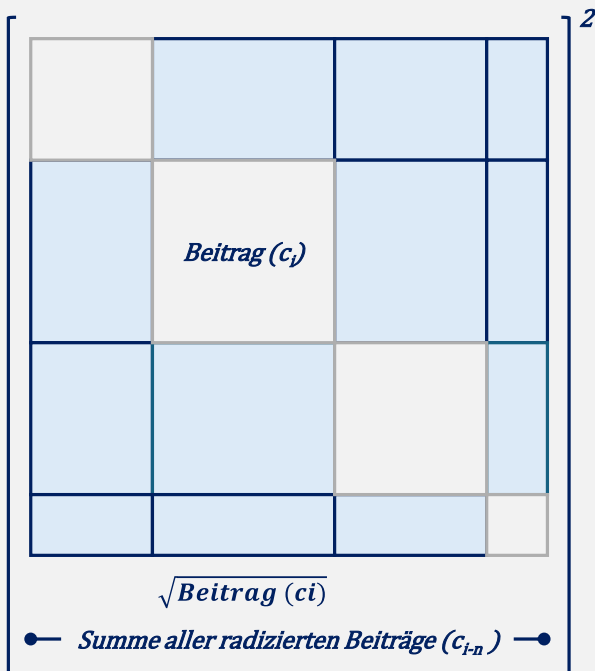
Subventionierter Machtausgleich

Die Quadratische Abstimmung ist dann optimal, wenn eine bestimmte Anzahl kollektiver Entscheidungen demokratisch zu treffen ist. Mathematisch lässt sich die quadratische Abstimmung wie folgt ausdrücken: ziehe für eine ($i=1$) von beliebig vielen (n) Stimmen (c_i) die Quadratwurzel aus deren Beitrag und addiere diese Werte auf. Quadratische Finanzierung knüpft hier an und bildet aus diesem Ergebnis das Quadrat.

$$\left(\sum_{i=1}^n \sqrt{c_i}\right)^2$$

Grafisch lässt sich dies wie folgt darstellen (Abb. 3). Die Summe der grauen Felder repräsentiert die abgegebenen Stimmen in Credits (Quadratisches Stimmrecht) bzw. gespendete Beträge in einer beliebigen Währung (Quadratische Finanzierung). Letztere werden nun durch die blauen Felder in Form des gesponserten Matching-Pools ergänzt und entsprechend aufgewertet.

Abb. 3: Die Summe der Quadratische Stimmen (in Klammern) versus Matching-Pool des Quadratisches Funding (Klammer)²



Quellen: Buterin, V., Hitzig, Z., Weyl, E. (2018), Dickemann Capital

Das quadratische Stimmrecht ermöglicht ein effizientes Ergebnis, welches die Kosten der Interessenskonflikte im Rahmen der Principal-Agent-Beziehung zwischen Aktionären und Management senkt:

Dies geschieht zum einen, indem es Managements daran hindert, wichtige Entscheidungen, die ihnen zugutekommen, auf Kosten der Aktionäre umzusetzen. Und zum anderen, indem es Großaktionäre daran hindert, das Management anzuweisen, sich auf Kosten von Minderheitsaktionären zu bereichern. Darüber hinaus schafft das quadratische Stimmrecht den Anreiz für alle Anleger, Informationen über Unternehmen zu sammeln und koordiniert darüber abzustimmen.

Zur Abstimmung stehende Vorschläge gelten als angenommen, wenn die Anzahl der Ja- die Anzahl der Nein-Stimmen übersteigt – nun auf Basis einer alternativen Berechnungslogik.

Offene Fragen und Herausforderungen

Quadratische Stimmrechte bieten einen innovativen Ansatz, um Abstimmungen in Unternehmen gerechter und effizienter zu gestalten. Anstatt dass kapitalkräftige Investoren automatisch den größten Einfluss haben, steigen die Kosten zusätzlicher Stimmen exponentiell. Dies verhindert eine übermäßige Machtkonzentration einzelner Akteure und fördert eine ausgewogenere Entscheidungsfindung.

Dennoch bleiben Fragen offen. Wie oft sollten Abstimmungen stattfinden und über welche Themen? Welche Regeln sollten für die Stimmrechtsvergabe gelten? Sollten Investoren bei jeder Abstimmung ein neues Stimmrecht-Budget erhalten oder ihre Anteile über mehrere Entscheidungen hinweg verwalten?

In ihrem Aufsatz „Beyond Collusion Resistance: Leveraging Social Information for Plural Funding and Voting“ beschreiben Miller, Weyl und Erichsen, wie Absprachen zwischen Investoren antizipiert und so Kooperationen innerhalb homogener Gruppen minimiert werden können. Ziel ist es, Wahlergebnisse zu ermöglichen, die eine diversifiziertere Anlegerschaft abbilden.

Im Unternehmenskontext könnte dies bedeuten, Faktoren wie den Anlagestil der Investoren in den Abstimmungsprozess einfließen zu lassen. Welche soziokulturellen Merkmale sinnvoll einbezogen werden sollten, ist eine strategische Frage, die von der jeweiligen Unternehmensstruktur und dem Marktumfeld abhängt (passiv vs. aktiv oder kurz- vs. langfristig orientiert).

Diese Mechanismen stellen eine wertvolle Weiterentwicklung dar, um Governance-Strukturen effizienter und fairer zu gestalten. Für Asset Manager bedeutet dies die Chance, Einflussnahmen auf Unternehmen gezielter zu steuern und sicherzustellen, dass Stimmrechte nicht von wenigen Marktteilnehmern monopolisiert werden. Die Implementierung solcher Abstimmungsmechanismen könnte eine nachhaltigere und inklusivere Unternehmensführung, die Innovationskraft als auch die Wettbewerbsfähigkeit fördern. Das 2025 gegründete Unternehmen **Voqua** bietet entsprechende Lösungen an.

Fazit

Der Anspruch einer jeden Governance sollte sein, dass endliche Ressourcen und Werte stets effizient verteilt werden. Durch die extreme Machtkonzentration entlang weniger Anteilseigner sind gängige Mechanismen zu Abstimmungen auf jährlichen Hauptversammlungen, die schlicht auf monetäre Größen zur Verteilung von Stimmrechten abstellen (one share, one vote), nicht mehr in der Lage diesem Anspruch gerecht zu werden.

Ändert sich nichts an diesem Konsens, schwindet mit einer steigenden Ohnmacht der Vielen deren Anreiz den Wandel der Kapitalgesellschaften in eine nachhaltigere Zukunft aktiv zu gestalten. Soll der Wandel gelingen, müssen Ungleichgewichte reduziert werden und alternative Methoden zu einer effizienteren Allokation von Stimmrechten zum Einsatz kommen.

Wir schlagen das Einführen Quadratischer Stimmrechte für Stammaktien auf Hauptversammlungen vor: ein mathematisch optimaler Abstimmungsmechanismus, um in demokratischen Strukturen Präferenzen adäquat zum Ausdruck zu bringen – nicht nur der Richtung nach, sondern auch gemäß dem Grad der Überzeugung. Die Ausgabe von Vorzugsaktien könnte als Ausgleich für die Subvention der Stimmrechte bei Stammaktien einen Anreiz dafür schaffen, dass die wenig Mächtigen folgen.

Autor



Jan Rabe, CESGA
Senior Portfoliomanager
Dickemann Capital AG
j.rabe@dickemann-capital.de

Co-Autor



Andreas Fauler
Advisor
RadicalxChange FFM Chapter
andreas@kybernavtik.xyz

Co-Autor



Leon Erichsen
Co-Founder Voqua
RadicalxChange Berlin Chapter
leon.erichsen@voqua.io

Quellenangaben

Posner, E., Weyl, G. (2013): Quadratic Voting as Efficient Corporate Governance

Buterin, V., Hitzig, Z., Weyl, E. (2018): A Flexible Design for Funding Public Goods

Posner, E., Weyl, G. (2019): Radical Markets

Miller, J., Weyl, E., Erichsen, L. (2022): Beyond Collusion Resistance: Leveraging Social Information for Plural Funding and Voting

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument wurde durch die Dickemann Capital Aktiengesellschaft zu Werbezwecken erstellt. Die Aushändigung dieses Dokuments liegt in der ausschließlichen Verantwortung jedes Vertriebspartners oder Beraters. Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Sie dienen lediglich der allgemeinen Information und ersetzen keine individuelle Beratung durch einen qualifizierten Finanz- oder Steuerberater. Potenzielle Investoren sollten vor einer Investition in den Fonds ihre persönliche finanzielle Situation, ihre Kenntnisse und Erfahrungen berücksichtigen und unabhängige fachliche Beratung einholen. Die Dickemann Capital Aktiengesellschaft übernimmt keine Haftung für Investitionsentscheidungen, die auf Basis dieses Dokuments getroffen werden. Der Anleger wird ausdrücklich auf die mit der Anlage in die Investmentstrategie und Finanzinstrumente des Fonds verbundenen Risiken hingewiesen, insbesondere auf das Risiko eines vollständigen Kapitalverlustes. Die Wertentwicklung einer Anlage unterliegt Schwankungen, sowohl nach oben als auch nach unten. Es gibt keine Garantie, dass der investierte Betrag ganz oder teilweise zurückerstattet wird. Eine Investition muss mit den individuellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont und der Risikobereitschaft des Anlegers übereinstimmen. Vor einer Investition sind das Basisinformationsblatt (KID) und der Verkaufsprospekt des Fonds vollständig zu lesen, um eine informierte Entscheidung zu treffen. Die wesentlichen Anlegerinformationen, der Jahres- und Halbjahresbericht sowie der Verkaufsprospekt sind bei der Kapitalverwaltungsgesellschaft erhältlich. Die Höhe der Verwaltungsvergütung und weitere Kostenfaktoren können dem Verkaufsprospekt entnommen werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen basieren auf Quellen, die als zuverlässig gelten. Dennoch kann keine Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität übernommen werden. Alle Einschätzungen und Meinungen in diesem Dokument dienen lediglich zur Veranschaulichung und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die angegebenen Nettoinventarwerte dienen lediglich der Orientierung. Verbindlich ist nur der in den Ausführungsanzeigen und den Depotauszügen angegebene Nettoinventarwert. Ausgabe und Rücknahme von Anteilen des Fonds erfolgen zu einem zum Zeitpunkt der Ausgabe und Rücknahme unbekanntem Nettoinventarwert. Die steuerliche Behandlung einer Investition hängt von den persönlichen Verhältnissen des Anlegers ab und kann zukünftigen Änderungen unterliegen. Bitte konsultieren Sie hierzu Ihren Steuerberater. Diese Mitteilung richtet sich ausschließlich an Personen mit Sitz in Staaten, in denen der Fonds zum Vertrieb zugelassen ist oder in denen eine solche Zulassung nicht erforderlich ist. Die Anteile dieses Fonds sind insbesondere nicht gemäß dem US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in seiner aktuellen Fassung registriert und dürfen daher weder innerhalb der USA noch US-Bürgern oder in den USA ansässigen Personen zum Kauf angeboten oder verkauft werden. Diese Publikation dient als Marketinginstrument. Die gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen sind nicht eingehalten. Ein Verbot des Handelns der besprochenen Finanzprodukte vor der Veröffentlichung dieser Darstellung besteht nicht. Die historische Wertentwicklung eines Fonds ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die Wertentwicklung eines Fonds kann durch Wechselkursschwankungen beeinflusst werden. Die frühere Performance bietet keine Gewähr für zukünftige Ergebnisse.

Copyright Titelbild: Adobe Stock

Dickemann Capital Aktiengesellschaft

Uhlandstrasse 7/8
10623 Berlin
Deutschland

Telefon +49 (0)30 82 00 70 27

E-Mail info@dickemann-capital.de