

§ 3 Ökonomische Perspektiven

In der kapitalmarkttheoretischen Modellwelt á la *Markowitz* sind Wertpapiere rein abstrakte Ansprüche auf zukünftige Zahlungen, die durch die erwarteten „payoffs“ und deren Varianz beschrieben werden.¹⁸⁵ Investoren haben keinerlei Möglichkeit, nach Eintritt in eine Finanztransaktion Einfluss auf Rendite und Risiko zu nehmen. Zudem können Investoren zwar ex ante Erwartungen über die Korrelationen der zukünftigen Zahlungsströme bilden: In Szenarien, in denen die Wertpapiere der Firma A hohe Zahlungen versprechen, wird Firma B tendenziell weniger erfolgreich sein, und so weiter. Die Investoren können aber ex post nicht auf diese Korrelationen Einfluss nehmen. Erst recht nicht hängen die erwarteten Zahlungen davon ab, dass die finanzierten Firmen in irgendeiner Form miteinander interagieren und dadurch die Portfoliorendite der Wertpapierinhaber, möglicherweise zulasten außenstehender Dritter, verbessern.

In der praktischen Welt der Aktienmärkte liegen die Dinge komplizierter: Zahlungsströme hängen nicht nur von ex ante gebildeten Erwartungen der Investoren ab, sondern auch von ex post zu treffenden Entscheidungen der Unternehmensführungen. Die Geschäftsentscheidungen der Unternehmensführung der einen Gesellschaft können dabei auch Auswirkungen auf die Zahlungsströme anderer Gesellschaften im Portfolio ihrer Aktionäre haben. Besonders offensichtlich ist dies, wenn zwei Gesellschaften miteinander im Produktmarkt Wettbewerb stehen. Aktien verbrieften zudem nicht nur Vermögensrechte, sondern auch ein Bündel von Kontrollrechten, mittels derer die Aktionäre Einfluss auf die Geschicke der Gesellschaft nehmen können. Weiterhin investieren zahlreiche Endanleger nicht direkt am Aktienmarkt, sondern greifen auf Vermögensverwalter und andere Intermediäre zurück: Wirtschaftliche Berechtigung und Verfügungsmacht über die Kontrollrechte fallen dabei regelmäßig auseinander.

Wie eingangs dargelegt, gehört es keinesfalls zur Essenz der „passiven“ Kapitalanlage, dass sich Anleger bzw. ihre Intermediäre von vornherein nicht für diese Komplikationen zu interessieren brauchen. Die indexbasierte Geldanlage ist zuvörderst eine Strategie zur kostengünstigen Umsetzung einer optimal diversifizierten Kapitalallokation. Corporate Governance

185 Für eine konzise Darstellung der Grundlagen der modernen Kapitalmarkttheorie *Cochrane, Asset Pricing* (2005), S. 3 ff.

und Intermediation, Common Ownership und Wettbewerb sind Phänomene, die von vornherein jenseits der Modellwelt liegen, aus der sich die Idee der passiven Anlagestrategie speist. Es griffe daher zu kurz, passive Verwalter ohne weiteres als notwendigerweise völlig passive Aktionäre abzustempeln, die allenfalls insoweit die Aufmerksamkeit der Unternehmensrechtsforschung verdienen, als sie stimmberechtigtes Aktienkapital „blockieren“ und dadurch bestimmte Mechanismen der Corporate Governance schwächen könnten. Dieses „Blockade-Problem“ stellt sich allein mit Blick auf diejenigen Mechanismen, die ein Abweichen von der strikt indexnachbildenden Strategie erfordern würden.¹⁸⁶

Die Einsicht, dass „passive Verwalter“ prinzipiell auch „aktive Aktionäre“ sein könnten, gibt nicht zuletzt in Kombination mit dem rechtstatistisch beobachteten Bedeutungsgewinn solcher Verwalter in den Beteiligungsstrukturen (§ 2) Anlass, ihre Rolle in der Corporate Governance der Portfoliogesellschaften genauer zu untersuchen. Das vorliegende Kapitel widmet sich diesem Themenkomplex unter ökonomischen Gesichtspunkten. Dabei geht es nicht darum, die Bedeutung der Aktionärsmitwirkung von Grund auf zu überdenken. Ziel ist es vielmehr, die spezifischen Anreizprobleme bei der Aktionärsmitwirkung durch passive Vermögensverwalter herauszuarbeiten, insbesondere im Vergleich zu aktiven Verwaltern.

Bekanntlich sind die Anreize der Aktionäre, in der Corporate Governance mitzuwirken, höchst suboptimal, da die Überwachung der Unternehmensführung für die Aktionäre ein kollektives Gut darstellt: Jeder Aktionär hat nur insoweit Anreize, zur Bereitstellung dieses Guts beizutragen, als er die damit geschaffenen Vorteile auch selbst internalisiert. Je verstreuter und kleiner die Beteiligungen, desto größer das Problem. Der klassische Prinzipal-Agent-Konflikt zwischen Unternehmensführung und Eigentümern ist daher bei der Publikumsgesellschaft besonders ausgeprägt. Die kollektive Kapitalanlage über Vermögensverwalter kann zu einer Verbesserung dieser suboptimalen Ausgangslage führen, da Verwalter typischerweise deutlich größere Beteiligungen halten als der infinitesimale Privataktionär.

Diese theoretische Verbesserung der Mitwirkungsanreize durch die Vermögensverwaltung wiederum droht allerdings konterkariert zu werden durch die weiteren Agenturkonflikte, die die Intermediation der Kapitalanlage mit sich bringt. Genau diese Agenturkonflikte zwischen Endanleger

186 Zur allgemeinen Exit-Governance unten § 3 B.IV.3 und zum Markt für Unternehmenskontrolle § 3 B.IV.4.

und Vermögensverwalter sind es, um die sich die Untersuchung im Folgenden hauptsächlich drehen wird. Es geht also nicht um die „große“ Frage, ob und wie die Anreize der Aktionäre über dasjenige Maß hinaus, das mit Blick auf ihre Beteiligungsquote individuell vernünftig wäre, verbessert werden könnten und sollten. Vielmehr geht es von vornherein um die „kleinere“ Frage, inwiefern die Intermediation der Kapitalanlage dazu führt, dass das Potential, welches die im Vergleich zum typischen Streubesitzaktionär höheren Beteiligungsquoten von Vermögensverwaltern für die Corporate Governance mit sich bringen, am Ende des Tages nicht realisiert wird. Diese kleinere Frage wiederum wird hier speziell mit Blick auf die Besonderheiten der passiven Verwaltung gestellt.

Zur Beantwortung dieser Frage kombiniert das folgende Kapitel einfache modelltheoretische Analysen mit qualitativen Überlegungen und der Rezeption kontemporärer wirtschaftswissenschaftlicher Beiträge. Dabei zeigt sich, dass die Agenturprobleme, die mit der Intermediation der Kapitalanlage einhergehen, bei der passiven Verwaltung tendenziell stärker ins Gewicht fallen als bei der aktiven Verwaltung. Dieser Befund wiederum ist nicht nur unter Corporate Governance-Gesichtspunkten, sondern angesichts des hohen Diversifikationsgrads passiver Portfolios auch unter industrieökonomischen Gesichtspunkten bedenklich.

Im Einzelnen ist das Kapitel wie folgt aufgebaut: Abschnitt A rekapituliert zunächst einige ökonomische, rechtliche und begriffliche Grundlagen. Abschnitt B analysiert die Mitwirkungsanreize passiver Vermögensverwalter unter theoretischen Gesichtspunkten. Abschnitt C bespricht ausführlich die Studienlage in der jüngeren empirischen Literatur. Abschnitt D skizziert in groben Zügen die industrieökonomische Problematik der (möglicherweise) antikompetitiven Effekte von Common Ownership und zeigt die Verbindungslinien und Brüche zu den zuvor behandelten Corporate Governance-Themen auf. Abschnitt E fasst die wichtigsten Ergebnisse des Kapitels zusammen.

A. Grundlagen

Die Rolle der Aktionäre bei der Überwachung der Unternehmensführung gehört zu den „Evergreens“ der ökonomischen Analyse des Rechts der Publikumsgesellschaft. Während sich die Erkenntnisinteressen der Untersuchung auf die Besonderheiten der passiven Verwaltung konzentrieren, können diese Besonderheiten schwerlich ohne jegliche Rückkopplung an die rechtsökonomische Theorie der Aktionärsmitwirkung im Allgemeinen

herausgearbeitet werden. Nachfolgend sollen daher knapp einige wesentliche juristische und ökonomische Grundlagen der Aktionärsmitwirkung in Erinnerung gerufen (I) und mit Blick auf ihre Bedeutung für den deutschen Rechtsraum präzisiert werden (II). Aufbauend auf diesen Grundlagen wird unter Einführung des Begriffs der „Stewardship“ aufgezeigt, an welcher Stelle die im weiteren Gang der Untersuchung in den Blick zu nehmenden Agenturkonflikte zwischen passiven Verwaltern und Endanlegern ins Spiel kommen (III).

I. Die Rolle der Aktionäre in der Corporate Governance

Wie auch die meisten anderen Mechanismen der Corporate Governance dient die Aktionärsmitwirkung aus ökonomischer Sicht in erster Linie dazu, den klassischen Prinzipal-Agent-Konflikt zwischen Unternehmensführung und Aktionariat abzufedern (1). Aktionären stehen verschiedene formelle und informelle Kanäle zur Verfügung, um auf die Unternehmensführung Einfluss zu nehmen (2). Auch der Verkauf der Beteiligung kann eine Form der Einflussnahme darstellen („Exit-Governance“) (3). Allerdings unterliegen die Aktionäre einem Koordinationsproblem; mit einer intensiven Überwachung der Geschäftsführung durch infinitesimale Streubesitzaktionäre ist daher kaum zu rechnen (4).

1. Das Prinzipal-Agent-Problem

Das traditionelle rechtsökonomische Modell der Publikumsgesellschaft begreift die Aktionäre als Prinzipale und die Unternehmensführung als ihren Agenten.¹⁸⁷ Die Aktionäre wollen grundsätzlich, dass die Unternehmensführung in ihrem Interesse handelt. Deren Handlungsprogramm kann allerdings ex ante per Vertrag unmöglich vollständig festgelegt werden, auch eine Überwachung jeder einzelnen Handlung durch die Aktionäre wäre impraktikabel. Die Unternehmensführung maximiert grundsätzlich

187 Grundlegend *Jensen/Meckling*, J. Fin. Econ. 3 (1976), 305, 308 ff. Ausführliche Darstellung und Diskussion der Prinzipal-Agent-Theorie und ihrer Bedeutung für das deutsche Recht der Publikumsgesellschaft bei *Arnold*, Die Steuerung des Vorstandshandelns (2007), S. 13 ff., 40 ff.; Überblick ferner etwa bei *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft (2000), S. 131 f., 441 f.

ihre eigene Nutzenfunktion: Sie bedient die Interessen der Aktionäre nur insoweit, als sie sich davon selbst einen Vorteil verspricht oder bei schlechter Performance einen Nachteil erwartet. Ohne jegliche Überwachung und Kontrolle und ohne entsprechende Anreizstrukturen – wie z.B. eine erfolgsabhängige Vergütung – können die Handlungen der Unternehmensführungen systematisch von den Interessen der Aktionäre abweichen.¹⁸⁸

Als das Interesse des Aktionariats wird traditionell die Maximierung des Gewinns respektive des monetären Unternehmenswerts angesehen.¹⁸⁹ Eine oft unausgesprochene Annahme ist dabei, dass bei Publikumsgesellschaften unter den Aktionären grundsätzlich Einvernehmen (unanimity) über dieses Ziel herrscht.¹⁹⁰ Die Frage, ob es den Aktionären allein um monetäre Gewinne geht und gehen sollte, wird seit über einem halben Jahrhundert debattiert.¹⁹¹ Die Unterscheidung zwischen shareholder *welfare* und shareholder *value* und zwischen Nutzen (utility) und Gewinnen (profits) erlangt vor allem dann Bedeutung, wenn die Aktiengesellschaft etwaige nicht-finanzielle Interessen besser bedienen kann als die einzelnen Aktionäre selbst.¹⁹² Zu unterscheiden von der Frage, was die Aktionäre

188 Dieses grundsätzliche Dilemma hat schon *Smith*, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776 [2007]), S. 574 f. beobachtet („The directors of such [joint stock] companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the *stewards* of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, in the management of the affairs of such a company“; Hervorhebung durch Verfasser, dazu noch unten Fn. 266).

189 In der Literatur wird das Ziel der Eigenwertmaximierung häufig auf das Separations-Theorem nach *Fisher*, *The Theory of Interest* (1930), 129 ff., 269 ff. zurückgeführt (vgl. *Schmalz*, *Ann. Rev. Fin. Econ.* 10 (2018), 413, 419), das unter bestimmten Annahmen die Unabhängigkeit von Investitions- und Finanzierungsentscheidungen postuliert.

190 Modelltheoretisch ist diese Annahme selbst ohne Rücksicht auf Common Ownership-Strukturen und nicht-finanzielle Präferenzen schwieriger zu motivieren, als man ad-hoc vermuten könnte; grundlegend dazu etwa die Arbeiten von *Grossman/Stiglitz*, *J. Fin.* 1977, 389; *Grossman/Stiglitz*, *Q. J. Econ.* 94 (1980), 543 sowie insbesondere *Hart*, *Econometrica* 47 (1979), 1057.

191 Noch immer lesenswert dazu *Friedman*, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, *New York Times Magazine* v. 13.9.1970, <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>.

192 Dies betonen *Hart/Zingales*, *J. L. Fin. & Acc.* 2 (2017), 247, 249.

eigentlich wollen, ist weiterhin die Frage, in welchem Umfang die Unternehmensführung bei ihren Entscheidungen auch die Belange anderer Interessengruppen (Stakeholder) berücksichtigen muss, soll oder darf. Während der pluralistische Ansatz im deutschen System mit Arbeitnehmermitbestimmung heute fast schon eine Selbstverständlichkeit darstellt,¹⁹³ wird die Bedeutung von Stakeholder-Interessen im anglo-amerikanischen Rechtskreis noch immer heftig debattiert.¹⁹⁴

Das vorliegende Kapitel wird diese zusätzlichen Dimensionen weitgehend ausblenden und eine eher enge Sicht einnehmen: Die Aktionäre wollen grundsätzlich den Unternehmenswert maximiert wissen, die Unternehmensführung will möglicherweise etwas anderes, durch Ausübung ihrer Rechte können die Aktionäre den Kurs der Unternehmensführung aber in die aus ihrer Sicht richtige Richtung lenken. Dies geschieht vor allem aus Vereinfachungsgründen: Kann für die Endanleger jedenfalls im Ausgangspunkt eine homogene Nutzenfunktion unterstellt werden, muss der Verwalter keine Aggregation verschiedener Endanlegerinteressen vornehmen und etwaige Interessenkonflikte bestehen in gleicher Weise gegenüber jedem einzelnen Endanleger. Die Probleme und Angriffspunkte des engen, neoklassisch geprägten Modells der Corporate Governance sollen mit dieser Vereinfachung weder gezeugnet noch kleingeredet werden. Solange man bereit ist anzunehmen, dass die Mehrung des investierten Kapitals und damit eine Verbesserung der vermögensmäßigen Lage der Aktionäre zumindest ein nicht ganz unmaßgeblicher Zweck der Aktiengesellschaft

193 Vgl. etwa *Fleischer*, ZIP 2021, 5, 12 (Zulässigkeit der Berücksichtigung von Gemeinwohlbelangen bei der Unternehmensführung „nach einhelliger Ansicht zu bejahen“); Überblick zu den Nuancen im Detail bei *Vetter*, ZGR 2018, 338, 344 ff.; ausführlich zu den unterschiedlichen Begründungsansätzen de lege lata *Stingl*, Die soziale Verantwortung der Kapitalgesellschaften vor dem Hintergrund der europäischen CSR-Richtlinie (2020), S. 407 ff., der sich aber auf Basis des geltenden Rechts im Ergebnis gegen die interessenpluralistische Zielkonzeption ausspricht; zu den Angriffspunkten des pluralistischen Ansatzes unter ökonomischen Gesichtspunkten *Harenberg*, KritV 2020, 393, 418 ff.

194 Breitere öffentliche Aufmerksamkeit erlangte das Thema in jüngerer Zeit durch Monographien von *Mayer*, *Prosperity* (2018) und *Edmans*, *Grow the Pie* (2020), wobei bei *Edmans* stärker der Gedanke im Vordergrund steht, dass die Berücksichtigung von Stakeholder-Interessen langfristig auch im Interesse der Aktionäre liegt. Ausführliche Besprechung der Gegenargumente bei *Bebchuk/Tallarita*, Cornell L. Rev. 106 (2020), 91, die sich im Ergebnis aber vor allem gegen den „echten“, also mehr als nur instrumentellen Stakeholder-Ansatz richten; kritisch zur Ausrichtung des gesamten Corporate Governance-Systems der USA an finanziellen Aktionärsinteressen hingegen *Lund/Pollman*, Colum. L. Rev. 121 (2022), 2563.

ist, scheint es aber sinnvoll, die Analyse im Zweifel primär an den finanziellen Interessen der Endanleger auszurichten. Vor dem Hintergrund des zunehmenden Bedeutungsgewinns „nachhaltiger“ Geldanlagen¹⁹⁵ sollten künftig allerdings auch die rechtsökonomischen Implikationen heterogener Nutzenfunktionen der über Intermediäre investierenden Endanleger eingehender untersucht werden, gerade mit Blick auf die Bewertung von Umwelt- und Sozialaspekten.

2. Einflussmöglichkeiten der Aktionäre

Aus ökonomischer Sicht gehört es zu den zentralen Funktionen des Gesellschaftsrechts, den grundlegenden Prinzipal-Agent-Konflikt zwischen Unternehmensführung und Aktionären abzufedern.¹⁹⁶ Die Mitgliedschaft in der Aktiengesellschaft verleiht den Aktionären daher neben den Vermögensrechten auch verschiedene Verwaltungs- und Kontrollrechte.¹⁹⁷ Herausgehobene Bedeutung unter den letzteren kommt dem Stimmrecht in der Hauptversammlung zu (§ 134 AktG), die unter anderem über die Besetzung der Aktionärsbank im Aufsichtsrat (§ 101 Abs. 1 Satz 1 AktG), die Entlastung der Leitungsorgane (§ 120 AktG) sowie über die Billigung des Vergütungssystems der Vorstände (§ 120a AktG) entscheidet. Den sonstigen förmlichen Verwaltungsrechten der Aktionäre innerhalb und außerhalb der Hauptversammlung kommt, jedenfalls soweit es um institutionelle Investoren geht, in der Praxis im Vergleich zum Stimmrecht meist deutlich geringere Bedeutung zu.¹⁹⁸

Jedenfalls aus praktischer Sicht kaum zu unterschätzen ist hingegen die Bedeutung der informellen Einflusskanäle der Aktionäre. Eine vielbeachtete Umfrage unter – überwiegend aktiv anlegenden – institutionellen Investoren zeigte etwa, dass aus deren Sicht der Austausch mit der Unterneh-

195 Allgemein dazu etwa *Bueren*, ZGR 2019, 813.

196 *Armour/Hansmann/Kraakman*, in: *Anatomy of Corporate Law* (2017), S. 29 f.; zu den frühen Spuren der Agenturtheorie in der deutschen Literatur *Tröger*, *Arbeitsteilung und Vertrag* (2012), S. 1 mit Fn. 2.

197 Überblick für das deutsche Recht etwa bei *MHdBGesR-AktG/Rieckers*, § 17 Rn. 3 f.

198 Zu Wortmeldungen (einschließlich Wahrnehmung des Auskunftsrechts nach § 131 AktG) und Anträgen (§ 126 AktG) *Schreyögg/Unglaube*, AG 2013, 97, 103 ff.; zur Aktionärsklage nach § 148 AktG *Redenius-Hövermann/Henkel*, AG 2020, 349, 355 ff.; siehe auch die Umfrageergebnisse bei *McCabery/Sautner/Starks*, J. Fin. 71 (2016), 2905, 2911 f. mit Tabelle 2.

mensführung mindestens ebenso große Bedeutung hat wie Stimmrechtsausübungen entgegen ihren Vorschlägen.¹⁹⁹ Im Englischen ist häufig von „engagements“ die Rede, als Oberbegriff für jegliche informellen Kontakte mit den Portfoliogesellschaften außerhalb oder im Vorfeld der Hauptversammlung.²⁰⁰ Die Zulässigkeit eines solchen informellen Austauschs zwischen Aktionären und Vorstand ist in der Literatur grundsätzlich anerkannt.²⁰¹ Für den Aufsichtsrat regt DCGK A.3 ausdrücklich an, der Vorsitzende sollte in angemessenem Rahmen zu Gesprächen mit Investoren über aufsichtsratspezifische Themen bereit sein. Obgleich Investorenkontakte des Aufsichtsrats in der Praxis als „fest etabliert“ gelten,²⁰² wurde ihre rechtliche Zulässigkeit vor allem im Vorfeld der entsprechenden Kodexänderung 2017 teilweise bezweifelt, da Investor Relations außerhalb der Zuständigkeit des Aufsichtsrats lägen (§ 111 AktG).²⁰³ Gegen diese enge Sichtweise wurde zu Recht eingewandt, dass die sachgemäße Ausübung des gesetzlichen Mandats des Aufsichtsrats in vielerlei Hinsicht auch eine Außenkommunikation erfordern kann, die sich schlicht als Annexkompetenz zu seinen gesetzlichen Aufgaben begründen lässt.²⁰⁴ Seit dem ARUG II

199 *McCahery/Sautner/Starks*, J. Fin. 71 (2016), 2905, 2911 f. mit Tabelle 2.

200 Im weiteren Sinn kann „shareholder engagement“ auch als aktiver Gebrauch förmlicher und informeller Einflussmöglichkeiten verstanden werden. In diesem Sinn wird der Begriff etwa bei *Inci*, Shareholder Engagement (2018), S. 73 definiert. Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung ist der englischsprachige Begriff engagement reserviert für die informellen Kontakte. Um Verwirrung zu vermeiden, wird der Gebrauch der deutschen Wörter „Engagement“ und „engagieren“ vermieden und der Begriff „engagement“ kleingeschrieben. Als übergreifender Terminus für formelle und informelle Einflusskanäle wird – in Anlehnung an Art. 3g ARRL und § 134b AktG – der Begriff der Mitwirkung verwendet.

201 Vgl. *Schaefer*, NZG 2007, 900, 901; *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301, 305 f.; *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297, 299 f.; *Hell*, NZG 2019, 338, 340; *Bassler*, Institutionelle Anleger (2015), S. 279; *Inci*, Shareholder Engagement (2018), S. 126 f.

202 *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 728.

203 *Vetter*, AG 2014, 387, 392 f.; *Vetter*, AG 2016, 873, 876; zurückhaltend im Ergebnis auch *Koch*, AG 2017, 129, 141 („Für einen institutionalisierten Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat ist de lege lata kein Raum.“).

204 *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 364; *Gentz*, Kurvenlage 1. Halbjahr 2016, 37, 38; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 733 f., u.a. mit Hinweis auf BGHZ 64, 325, 331 = NJW 1975, 1412, 1413 („So kann es gerade im Interesse des Unternehmens notwendig werden, eine im Aufsichtsrat besprochene Angelegenheit anderweit in einem geschlossenen Kreis oder auch öffentlich zu erörtern, um Mißverständnisse auszuräumen, Gerüchten entgegenzutreten, Unruhen zu vermeiden oder sonst die Beziehungen und das Bild der Gesellschaft nach innen und außen günstig zu beeinflussen [...]“); *Bachmann*, in:

lässt sich gegen die restriktive Auffassung auch die Vorschrift des § 134b Abs. 1 Nr. 3 AktG anführen, die ausdrücklich vom „Meinungsaustau[s]ch mit den Gesellschaftsorganen“ spricht und damit auch die Zulässigkeit von Gesprächen mit dem Aufsichtsrat außerhalb der Hauptversammlung voraussetzt.²⁰⁵

Jenseits dieser Vorgaben finden sich im deutschen und europäischen Recht kaum Vorschriften, die sich dezidiert mit engagements befassen. Grenzen für das Informationsverhalten der Gesellschaftsorgane können sich aber aus allgemeinen Vorgaben ergeben, wie namentlich dem Insiderrecht (Art. 7 ff. MAR²⁰⁶).²⁰⁷ Noch immer heftig diskutiert wird ferner die Bedeutung des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes (§ 53a AktG) für Kontakte mit institutionellen Investoren. Während allgemein anerkannt ist, dass Unternehmensinteressen grundsätzlich eine Ungleichbehandlung bei Investorenkontakten rechtfertigen können,²⁰⁸ herrscht keine Einigkeit darüber, wie streng oder weniger streng die Anforderungen hier ausfallen.²⁰⁹ Jedenfalls in der Praxis bereitet die Rechtfertigung von Investorenkontakten vor dem Gleichbehandlungsgrundsatz in der Regel

Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016 (2017), S. 155; *Spindler*, in: FS Seibert (2019), S. 865 f.

205 Zu § 134b AktG noch unten § 4 B.II.3. Skeptisch zur Instrumentalisierung des der Vorschrift zugrundeliegenden Richtlinienentwurfs für die Bestimmung der Kommunikationskompetenzen allerdings *Koch*, AG 2017, 129, 137 f.

206 Verordnung (EU) 596/2014.

207 Vgl. *Kalss*, ZGR 2020, 217, 223, 225; *Seibt/Danwerth*, AG 2021, 369, 374.

208 Hüffer/Koch/Koch, § 53a AktG Rn. 7 („ganz hM“).

209 Für großzügige Handhabung etwa *Schmidbauer/Kürten*, NZG 2021, 1150, 1157 f. („Diversifizierung der Kommunikationswege“); *Seibt/Danwerth*, AG 2021, 369, 373 („in der Regel gegeben“); MüKoAktG/Götze § 53a Rn. 14 (Beteiligungsquote als zulässiges Differenzierungskriterium); *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre im deutschen Aktienrecht (2019), S. 197 („systemfremd, aber nicht gesetzeswidrig“); von vornherein gegen Ableitung nennenswerter Schranken für die Informationsgleichbehandlung aus § 53a AktG *Zetzsche*, AG 2019, 701; zurückhaltender etwa *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 520 ff. (kein allgemeines Informationsprivileg für größere Aktionäre); *Herz*, NZG 2020, 285, 289 ff. (bei institutionellen Investoren Wertung der §§ 134a ff. AktG zu beachten, aber gleichwohl „restriktive[] Grundtendenz“ bei der notwendigen Abwägung); *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaft (2006), S. 534 ff. (nur punktuell im Vorfeld hauptversammlungspflichtiger Maßnahmen und im Übrigen nur ausnahmsweise bei außergewöhnlichen Anlässen); *Heuser*, Shareholder Activism (2012), S. 176 f. (keine Vorzugsbehandlung großer Aktionäre, wenngleich auch kein absolutes Gleichbehandlungsgebot, da wirklichkeitsfremd); *Bassler*, Institutionelle Anleger (2015), S. 279 ff. (fallgruppenbasierter Ansatz).

offenbar kaum Probleme.²¹⁰ Es ist auch nicht wirklich einsichtig, worin genau der Nachteil liegt, den die anderen Aktionäre durch die asymmetrische Information am Kontakt interessierter institutioneller Investoren erleiden sollten.²¹¹ Die Information der professionellen Aktionäre könnte bei börsennotierten Gesellschaften vielmehr indirekt auch den Interessen der beteiligungsmäßig unbedeutenden Streubesitzaktionäre dienen, da gerade sie in besonderem Maße von korrekter Preisbildung und sorgfältiger Überwachung der Geschäftsführung durch professionelle Marktteilnehmer profitieren.²¹² Die umfangreichen kapitalmarktrechtlichen Offenlegungspflichten, namentlich die Regelberichterstattung (§§ 114 ff. WpHG) und die ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR), bleiben von etwaigen engagements ohnehin unberührt.²¹³

3. Voice und Exit

Förmliche Verwaltungsrechte und informelle engagements erlauben es den Aktionären, der Unternehmensführung ihre Erwartungen zu kommunizieren, Unzufriedenheit mit bestimmten Zuständen und Entwicklungen zum Ausdruck zu bringen, die von der Hauptversammlung bestellten Mitglieder der Leitungsorgane durch Abwahl zu sanktionieren und ggf. auch rechtliche Schritte einzuleiten. Es handelt sich um Formen der sog. „Voice“-Governance, die die Aktionäre als Mitglieder des Verbands der Aktiengesellschaft in der Erwartung oder zumindest der Hoffnung wahrnehmen, dass die verantwortlichen Personen im Lichte des „Protests“ ihre Interessen berücksichtigen werden.²¹⁴

210 Kritik an den „Hilfestellungen“ aus der Literatur bei *Koch*, ZGR 2020, 183, 209 ff.

211 Rechtlicher Anknüpfungspunkt dafür ist die Verhältnismäßigkeitsprüfung im Rahmen der Rechtfertigung einer etwaigen Ungleichbehandlung, vgl. *Herz*, NZG 2020, 285, 291, der sich insoweit allerdings für einen restriktiven Ansatz ausspricht.

212 Ausführlich zur zentralen Bedeutung indirekter Anlegerschutzmechanismen *Spamann*, J. Leg. Anal. 13 (2021), 672.

213 Dies betont auch *Zetzsche*, AG 2019, 701, 705.

214 *Hirschman*, Exit, Voice, and Loyalty (1970), S. 4 („the organization’s members express their dissatisfaction directly to management or to some other authority to which management is subordinate or through general protest addressed to anyone who cares to listen: this is the *voice option*“; Hervorhebung im Original).

Das Gegenstück zur Voice bildet der „Exit“ durch Beendigung der Mitgliedschaft.²¹⁵ Die Disziplinierungsfunktion des tatsächlichen oder zumindest drohenden Exits der Aktionäre hängt dabei davon ab, in welchem Umfang die Unternehmensführung den Austritt zu spüren bekommt.²¹⁶ Entscheidende Bedeutung kommt hier der informationseffizienten²¹⁷ Preisbildung im Aktienmarkt zu: Wirkt sich der Exit durch Verkauf der Beteiligung durch „unzufriedene“ Aktionäre negativ auf den Marktpreis aus, kann der Exit (oder die Aussicht hierauf) eine disziplinierende Wirkung entfalten, soweit sich die Unternehmensführung für den Aktienpreis interessiert. Besonders offenkundig ist dieses Interesse, falls die variable Vergütung in Aktien oder Optionen hierauf erfolgt, der Aktienkurs in die Bemessung der variablen Vergütung einfließt oder die Leitungsorgane im Rahmen von Warte- und Sperrfristen oder „share ownership guidelines“ größere Aktienpakete halten (vgl. Empfehlung G.10 DCGK).²¹⁸ Daneben kommen Reputationsgründe sowie die Möglichkeit, Aktien als Akquisitonswährung einzusetzen, in Betracht.

Eine interessante, aber bislang wenig studierte Eigenschaft der über den Preismechanismus vermittelten Exit-Governance bei börsennotierten Aktiengesellschaften ist, dass sie prinzipiell auch von Marktteilnehmern ausgeübt werden kann, die nicht Mitglieder des Verbandes sind.²¹⁹ Aktienpreise reagieren auf den Verkauf eigener Aktien durch bestehende Aktionäre (long sale) prinzipiell genauso wie auf den Verkauf geliehener Aktien durch Leerverkäufer (short sale). Unter dem Blickwinkel der Exit-

215 *Hirschman*, Exit, Voice, and Loyalty (1970), S. 4. Allgemein zum Verhältnis von Exit und Voice, auch jenseits des Corporate Governance-Kontexts und speziell mit Blick auf Ziele in den Bereichen Umwelt, Soziales und Governance (ESG), zuletzt *Broccardo/Hart/Zingales*, ECGI Finance Working Paper No 694/2020 (2021).

216 Grundlegend zur Exit-Governance die Modelle von *Admati/Pfeleiderer*, Rev. Fin. Stud. 22 (2009), 2645; *Edmans*, J. Fin. 64 (2009), 2481 sowie *Edmans/Manso*, Rev. Fin. Stud. 24 (2011), 2395; Überblick zur Theorie der Exit-Governance bei *Edmans/Holderness*, in: *The Handbook of the Economics of Corporate Governance* (2017), S. 574 ff.

217 Grundlegend aus finanzökonomischer Sicht *Fama*, J. Fin. 25 (1970), 383; *Fama*, J. Fin. 46 (1991), 1575 und aus gesellschafts- und kapitalmarktrechtlicher Sicht *Gilson/Kraakman*, Va. L. Rev. 70 (1984), 549; *Gilson/Kraakman*, J. Corp. L. 28 (2003), 715.

218 Näher zur aktienbasierten Vergütung nach gegenwärtiger Kodexlage etwa *Arnold/Gralla*, NZG 2020, 529, 533 ff.; *KBLW/Bachmann*, DCGK G.10 Rn. 2 ff.; zur Bedeutung des § 87a Abs. 1 Satz 2 Nr. 7 AktG etwa *Arnold/Herzberg/Zeh*, AG 2020, 313, 318 f.; *Spindler*, AG 2020, 61, 67.

219 Vgl. *Mitts*, Columbia Law and Economics Working Paper No 638 (2022), 2.

Governance liegt der von Leerverkäufern erzeugte Preisdruck langfristig auch im Interesse der tatsächlichen Aktionäre.²²⁰

4. Koordinationsproblem und rationale Apathie

Das Gesellschaftsrecht definiert traditionell lediglich die Möglichkeiten und Grenzen der Mitwirkung und Überwachung durch die Aktionäre, verlangt jedoch von den Aktionären nicht, dass sie von diesen Möglichkeiten auch tatsächlich Gebrauch machen. Nach deutschem Aktienrecht schulden die Aktionäre grundsätzlich nur die Einlage und sind im Übrigen nebenleistungsfrei (§ 54 AktG).²²¹ Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht ist es prinzipiell Sache der Aktionäre, zu entscheiden, ob und inwiefern sie im Rahmen der dafür vorgesehenen Möglichkeiten in der Corporate Governance der Aktiengesellschaft mitwirken wollen.

Diese Ausgangslage führt zum klassischen Koordinationsproblem der Aktionäre, welches das Prinzipal-Agent-Problem im Verhältnis zur Unternehmensführung verschärft.²²² Für jeden Aktionär ist die Mitwirkung in der Corporate Governance optional. Die Kosten der Mitwirkung, z.B. für die Teilnahme an der Hauptversammlung, für die Informationsgewinnung im Vorfeld oder für die Kontaktaufnahme im Rahmen von engagements, muss er prinzipiell selbst tragen. Die etwaigen Früchte dieser Mitwirkung in Gestalt einer kurz- oder langfristigen Steigerung des Unternehmenswerts muss er allerdings mit allen anderen Aktionären teilen. Die Überwachung der Geschäftsführung hat somit die Eigenschaften eines kollektiven

220 *Mitts*, Columbia Law and Economics Working Paper No 638 (2022), 9.

221 Eine gesetzlich geregelte Ausnahme ist die enge Öffnungsklausel in § 55 AktG, vgl. K. Schmidt/Lutter/*Fleischer*, § 55 AktG Rn. 1; auf der Grundlage von Treupflichten lassen sich jedenfalls keine generellen, dauerhaften und anlassunabhängigen Mitwirkungspflichten konstruieren, vgl. *Winterhalder*, Indexfonds in der Corporate Governance (2022), S. 46 ff. In seiner Stellungnahme zum Grönbuch der Europäischen Kommission zum Europäischen Corporate Governance-Rahmen (COM(2011) 164 final) meinte der Rechtsausschuss des Bundestags gar, über die Kapitalbereitstellung hinausgehende Verhaltenspflichten für Aktionäre würden „möglicherweise das Ende der Publikumsaktie als Kapitalanlage für die Breite der Gesellschaft bedeuten“, BT-Drs. 17/6506, S. 6.

222 Prägnant *Armour/Hansmann/Kraakman*, in: *The Anatomy of Corporate Law* (2017), S. 30 („Coordination costs between principals thereby exacerbate agency problems.“); allgemein zum Koordinationsproblem der Aktionäre auch *Ruffner*, *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft* (2000), S. 175.

Guts.²²³ Jedes Mitglied der Gruppe hat nur geringe Anreize, das Gut selbst bereitzustellen. Alle Mitglieder der Gruppe würden von einer Koordination zum Zweck der gemeinsamen Bereitstellung des Guts profitieren. Für den Einzelnen ist es aber häufig attraktiver, sich als Trittbrettfahrer zu verhalten und die gemeinsame Bereitstellung den anderen zu überlassen. Je größer die Gruppe ist, desto schwieriger gestaltet sich die Überwindung dieses Koordinationsproblems.²²⁴

Für die Publikumsgesellschaft bedeutet das: Je stärker sich das Aktionariat aus einer Summe von Klein- und Kleinstbeteiligungen zusammensetzt, desto weniger ist mit einer zureichenden Überwachung der Geschäftsführung durch die Aktionäre zu rechnen.²²⁵ Hinzu tritt bisweilen das Problem, dass die Koordination der Aktionäre durch rechtliche Mechanismen mit anderweitiger Zielrichtung erschwert wird, wie etwa den Zurechnungsregeln wegen „acting in concert“ (§§ 34 Abs. 2 WpHG, 30 Abs. 2 WpÜG).²²⁶ Umgekehrt ist von Inhabern größerer Beteiligungen prinzipiell eine tatkräftigere Überwachung der Geschäftsführung zu erwarten, da sie deren Früchte zwar nicht vollständig, aber doch zumindest in stärkerem Umfang internalisieren als kleinere Aktionäre mit niedrigeren Beteiligungsquoten.²²⁷

Aus der qualitativen Beobachtung, dass „kleinere“ Aktionäre im Allgemeinen geringere Anreize zur Überwachung der Unternehmensführung haben als „größere“ Aktionäre, sollte aber nicht vorschnell gefolgert werden, dass das Koordinationsproblem jenseits kontrollierter Gesellschaften schon im Ausgangspunkt jegliche Hoffnung auf Aktionärsmitwirkung

223 Grundlegend zum allgemeinen ökonomischen Problem der Unterproduktion kollektiver Güter durch Gruppen *Olson*, *The Logic of Collective Action* (1971), S. 5 ff.

224 *Olson*, *The Logic of Collective Action* (1971), S. 48.

225 Grundlegend zur resultierenden „divergence of interest in ownership and control“ *Berle/Means*, *The Modern Corporation and Private Property* (1933), S. 119 ff.

226 Für Eckpfeiler zur praktischen Anwendung des übernahmerechtlichen Tatbestands siehe ESMA, *Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive* (Public Statement), ESMA/2014/677-REV; zur formalen und damit kooperationsfreundlichen Auslegung der sog. Einzelfallausnahme BGH NZG 2018, 1350 Rn. 34 ff., besprochen z.B. bei *Buck-Heeb*, BKR 2019, 8.

227 Grundlegend *Shleifer/Vishny*, *J. Pol. Econ.* 94 (1986), 461. Zusammenfassung der grundlegenden Mechanik des Modells und umfassende Übersicht zur weiteren theoretischen und empirischen Literatur bei *Edmans/Holderness*, in: *Handbook of the Economics of Corporate Governance* (2017), S. 562 ff., 585 ff.

ausschließt. Diese Schlussfolgerung lässt sich auch nicht mit pauschalen Hinweisen auf das für die Publikumsgesellschaft angeblich charakteristische Phänomen der „rationalen Apathie“ herbeireden.²²⁸ Die Erklärung lethargischen Mitwirkungsverhaltens mit „rational apathy“ geht auf die Beobachtungen von *Adolf Berle* und *Gardiner Means* zurück, die Anfang der 1930er Jahre die damals höchst verstreuten Beteiligungsstrukturen in den USA beschrieben hatten.²²⁹ In den Gesellschaften, die *Berle* und *Means* als „management-controlled“ klassifizierten, hielten die größten 20 Aktionäre im Mittel zusammen gerade einmal eine 10,6 %-ige Beteiligung.²³⁰ Die heutigen Beteiligungsstrukturen sind demgegenüber deutlich konzentrierter: Die größten Aktionäre in den einzelnen Gesellschaften halten viel größere Beteiligungen als die größten Aktionäre zu Zeiten von *Berle* und *Means*.²³¹ Unter Außerachtlassung von Gesellschaften mit Ankeraktionär (Beteiligung > 25 %) brachten es im oben vorgestellten Datensatz die 20 größten Aktionäre im DAX im Mittel zusammen auf 40,0 %, im MDAX auf 50,6 % und im SDAX auf 56,8 %. Dieser Befund hängt qualitativ nicht entscheidend von der Wahl des Grenzwerts für Ankerbeteiligungen ab. Selbst bei Verwendung eines Grenzwerts von 10 % ergeben sich Werte von 37,1 % (DAX), 45,3 % (MDAX) und 47,9 % (SDAX).

Die Beteiligungen der größten, meist institutionellen Aktionäre dürften dabei keineswegs von vornherein viel zu klein sein, um gewisse Überwachungsanreize zu stimulieren.²³² Wie eingangs der rechtstatsächlichen Auswertungen dargelegt, können nominell niedrige Beteiligungsquoten insbesondere nicht darüber hinwegtäuschen, dass bei größeren Publikumsgesellschaften oft gewaltige Geldsummen in Rede stehen. Selbst wer „nur“ 0,1 % an der medianen DAX-Gesellschaft hält und damit „nur“ der fünfzigstgrößte Aktionär ist, muss etwa, wenn die Aktie als Resultat von Fehlleistungen der Unternehmensführung um 10 % an Wert einbüßt, noch einen Verlust in Millionenhöhe verbuchen. Solange die Mitwirkungskosten nicht exorbitant hoch ausfallen, scheint selbst bei vermeintlich „kleinen“ Beteiligungen daher nicht per se ausgeschlossen, dass sie den Inhabern gewisse Anreize vermitteln könnten, die Unternehmensführung im eigenen Interesse zu überwachen. Das zentrale Hindernis für eine Materia-

228 Kritisch dazu auch *Tröger*, AG 2015, 53, 68.

229 *Berle/Mean*s, *The Modern Corporation and Private Property* (1933); *Bebchuk/Cohen/Hirst*, *J. Econ. Persp.* 31 (2017), 89, 91.

230 *Berle/Mean*s, *The Modern Corporation and Private Property* (1933), S. 107 ff. mit Tabelle XII Panel G; *Bebchuk/Cohen/Hirst*, *J. Econ. Persp.* 31 (2017), 89, 91.

231 *Bebchuk/Cohen/Hirst*, *J. Econ. Persp.* 31 (2017), 89, 92 f.

232 *Bebchuk/Cohen/Hirst*, *J. Econ. Persp.* 31 (2017), 89, 93.

lisierung dieser Anreize ist vielmehr in der „Mikrostruktur institutioneller Investoren“²³³ zu erblicken. Genau diese wird im weiteren Verlauf der Untersuchung für den Bereich der passiven Verwaltung näher in den Blick genommen.

II. Zur Bedeutung der Aktionärsbeteiligung im deutschen System

Dem tradierten rechtsökonomischen Modell der Corporate Governance, welches im Ausgangspunkt von der Überwachungsbedürftigkeit der Unternehmensführung durch die Aktionäre ausgeht, liegt als Leitbild die anglo-amerikanische Aktiengesellschaft mit monistischer Organverfassung und ohne Ankeraktionär zugrunde. Folglich überrascht es nicht, dass die Übertragbarkeit dieses Modells auf deutsche Publikumsgesellschaften bisweilen unter Verweis auf die unterschiedliche Organverfassung (1) und Unterschiede in den Beteiligungsstrukturen bezweifelt (2) wird.

1. Dualistisches System

Der erste Einwand verweist auf die dualistische Leitungsstruktur der deutschen Aktiengesellschaft, nach welcher die eigentliche Geschäftsführung dem Vorstand und die Überwachung derselben dem Aufsichtsrat obliegt (§§ 76 Abs. 1, 111 Abs. 1 AktG). Im Lichte dieser besonderen Aufgabenteilung, so die Kritik, bestehe für eine weitergehende Überwachung durch die Aktionäre allenfalls begrenzter Raum.²³⁴ Eine zu weitreichende Überwachungsrolle des Aktionariats stünde im Widerspruch zur aktienrechtlichen Kompetenzordnung, die Entstehung eines „Schattenaufsichtsrats“ müsse vermieden werden.²³⁵ Diese Kritik sieht sich allerdings zwei gewichtigen Gegenargumenten ausgesetzt.

233 Tröger, AG 2015, 53, 68.

234 Wilsing, ZGR 2012, 291, 301; Hommelhoff, NZG 2015, 1329, 1332, 1335; Koch, AG 2017, 129, 137; Hommelhoff, in: Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011 (2012), S. 186; Bassler, Institutionelle Anleger (2015), S. 484; Inci, Shareholder Engagement (2018), S. 138 f.

235 So mit Blick auf institutionelle Investoren Fleischer, ZGR 2009, 505, 524; Fleischer/Strothotte, AG 2011, 221, 227; Koch, AG 2017, 129, 137; Faure, Verantwortung institutioneller Aktionäre im deutschen Aktienrecht (2019), S. 189; als Argument für hohe Rechtfertigungshürden für Investorengespräche im Rahmen des § 53a AktG Verse, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapital-

Erstens fallen bei funktionaler Betrachtung die Unterschiede zwischen monistischem und dualistischem System deutlich geringer aus, als die auf die formale Aufgabenteilung abzielende Kritik suggeriert. In beiden Systemen lassen sich Elemente und Ansätze des jeweils anderen Systems finden. Im monistischen System ist die Unterscheidung von Geschäftsführungs- und Überwachungsaufgaben ebenfalls geläufig, die dort bei den exekutiven Direktoren auf der einen Seite und den (häufig unabhängigen) nicht-exekutiven Direktoren und dem von ihnen gebildeten Prüfungsausschuss auf der anderen Seite angesiedelt sind.²³⁶ Zudem hat sich die personale Trennung zwischen CEO und Chairperson des Boards auch im monistischen System als Kennzeichen guter Corporate Governance eingebürgert.²³⁷ Umgekehrt ist im deutschen System etwa der Aufsichtsrat je nach Ausgestaltung des Katalogs der zustimmungspflichtigen Geschäfte (§ 111 Abs. 4 Satz 2 AktG) auch mehr oder weniger stark in strategische Grundsatzentscheidungen eingebunden.²³⁸ Die Begründung des Transparenz- und Publizitätsgesetzes (TransPuG), das den Zustimmungsvorbehalt zur Muss-Bestimmung aufwertete, sprach von einer „aktiver[e] Rolle des Aufsichtsrats“, die „auch vor dem Hintergrund der internationalen

gesellschaften (2006), S. 537; ursprünglich mit Blick auf Aktionärspools und Familiengesellschaften Assmann, AG 1997, 50, 57; wider gegen derartige Befürchtungen aber Brellocks, ZHR 185 (2021), 319, 356 (mit Blick auf die geringere Frequenz von Investorenkontakten gegenüber Aufsichtsratssitzungen).

- 236 Becker/von Werder, AG 2016, 761, 763; von Werder, DB 2017, 977, 978; Hopt, ZGR 2019, 507, 517 f.; Hopt/Leyens, ECGI Law Working Paper No 567/2021 (2021), 15; Siems, Die Konvergenz der Rechtssysteme im Recht der Aktionäre (2005), S. 204, 255; Arnold, Die Steuerung des Vorstandshandelns (2007), S. 77; Fischer, Monistische Unternehmensverfassung (2010), S. 62 f.; speziell mit Blick auf den Prüfungsausschuss auch Adams/Ferreira, J. Fin. 62 (2007), 217, 235.
- 237 Vgl. von Hein, RIW 2002, 501, 506; Davies/Hopt, Am. J. Comp. L. 61 (2013), 301, 331; Hopt, ZGR 2019, 507, 518; von Hein, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland (2008), S. 42; während in den USA lange Zeit Personalunion die Regel war (vgl. Ghosh/Karuna/Tian, J. Mgmt. Acc. Res. 27 (2015), 197, 207 f. mit Tabelle 1: 66 % Personalunion in Panel von 1998 bis 2005), geht der Trend auch dort mittlerweile zur Ämtertrennung, vgl. Sun, Microsoft's Combination of CEO and Chairman Roles Goes Against Trend, Wall Street Journal (online) v. 17.6.2021, <https://www.wsj.com/articles/microsofts-combination-of-ceo-and-chairman-roles-goes-against-trend-11623970653> (im Jahr 2021 im S&P 500 bei 59 % der Unternehmen Trennung, gegenüber 55 % im Jahr 2020 und 37 % im Jahr 2011).
- 238 Vgl. Kindler, Der amerikanische Aufsichtsrat (1997), S. 159 ff. (allerdings auch mit Hinweis auf Divergenzen bei der Reichweite der Vorbehalte); von Hein, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland (2008), S. 42 f.; Fischer, Monistische Unternehmensverfassung (2010), S. 60.

Entwicklung“ geboten sei.²³⁹ Auch umfasst das „monitoring“ durch den Aufsichtsrat keineswegs nur die negativ ausgerichtete und zurückschauende Überwachung der Geschäftsführung in dem Sinn, dass dem Unternehmenswert abträgliche oder gar gesetzeswidrige Verhaltensweisen aufgedeckt, unterbunden und sanktioniert werden. Die Überwachung hat gleichsam und vor allem eine positive, prospektiv und strategisch ausgerichtete Dimension,²⁴⁰ die sich nicht zuletzt in der Beratungsfunktion des Aufsichtsrats niederschlägt.²⁴¹ Im Lichte dieser und anderer Beobachtungen geht die rechtsvergleichende Forschung von einer zunehmenden „Konvergenz“ monistischer und dualistischer Systeme aus.²⁴²

Zweitens bleibt auch, wenn man die prinzipielle Rollentrennung zwischen Geschäftsführung und Überwachung innerhalb der Leitungsorgane akzeptiert, unklar, wieso der grundsätzliche Prinzipal-Agent-Konflikt zwischen Unternehmensführung und Aktionären dadurch vollständig oder zumindest zureichend bewältigt sein soll. Der Aufsichtsrat kann ebenfalls als Agent der Aktionäre begriffen werden.²⁴³ Die bloße formal-rechtliche Aufgabenzuweisung beseitigt nicht die problematische Anreizstruktur, für die sich die ökonomische Analyse interessiert. Dies gilt umso mehr, als die

239 RegE TransPuG, BT-Drs. 14/8769, S. 17.

240 BGHZ 135, 244, 254 f. = NJW 1997, 1926 (ARAG/Garmenbeck) (begleitende Mitgestaltung der „unternehmerische[n] Tätigkeit des Vorstands im Sinne einer präventiven Kontrolle“); *Lieder*, ZGR 2018, 523, 524; *Hopt*, ZGR 2019, 507, 523; kritisch zum Schattendasein der zukunftsgerichteten Überwachung in der wissenschaftlichen Diskussion *Simon*, in: FS Seibert (2019), S. 848, 854.

241 BGHZ 114, 127, 130 = NJW 1991, 1830, 1831 (Beratung als „das vorrangige Mittel der in die Zukunft gerichteten Kontrolle des Vorstands“); GKActG/*Hopt/Roth*, § 111 AktG Rn. 274 (Beratung als „wesentlicher Bestandteil der zukunftsorientierten Überwachung“); siehe auch Grundsatz 6 DCGK (Aufsichtsrat „überwacht und berät den Vorstand bei der Leitung des Unternehmens“); allgemein zur Beratungsfunktion des Aufsichtsrats etwa *Jäger*, DStR 1996, 671; *Simon*, in: FS Seibert (2019).

242 *Davies/Hopt*, Am. J. Comp. L. 61 (2013), 301, 317 und passim („significant degree of convergence in the operation of the one-tier and two-tier systems“); *von Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland (2008), S. 42 mit umfangreichen Nachweisen in Fn. 226; *Fischer*, Monistische Unternehmensverfassung (2010), S. 59; GKActG/*Hopt/Roth*, § 111 AktG Rn. 89 ff. (auch zu verbleibenden Unterschieden); zur Konvergenz im Bereich des Hauptversammlungsrechts und der Stimmrechtsausübung etwa *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2014), S. 90 ff.

243 Vgl. *Roth/Wörle*, ZGR 2004, 565, 566; *Tröger*, ZHR 179 (2015), 453, 461 (mit Blick auf die Durchsetzung der Vorstandshaftung); *Martens*, Managementüberwachung durch den Aufsichtsrat (1999), S. 39; *Arnold*, Die Steuerung des Vorstandshandelns (2007), S. 75.

Vergütung der Aufsichtsräte regelmäßig nicht oder in geringerem Ausmaß als bei Vorständen an den Unternehmenserfolg gekoppelt ist.²⁴⁴ Gerade mit Blick auf die positive und prospektive Dimension der Überwachung jenseits des haftungsrechtlich Greifbaren wird die Agenten-Rolle des Aufsichtsrats besonders offenbar. Die möglichen Vorteile einer aktiven Rolle der Aktionäre sollten daher auch im dualistischen System nicht von vornherein negiert werden.²⁴⁵

2. Beteiligungsstrukturen

Als zweiter Einwand gegen die Übertragbarkeit des anglo-amerikanisch geprägten Modells der Corporate Governance lässt sich die erhebliche Bedeutung großer Ankeraktionäre im deutschen und allgemein im kontinentaleuropäischen Raum anführen.²⁴⁶ Genau genommen lassen sich hier zwei Einwände vorbringen: Erstens schwächt das Vorhandensein eines Ankeraktionärs das Koordinationsproblem der Prinzipale ab, da Inhaber sehr großer Beteiligungen geringere Anreize haben, sich rational apathisch zu verhalten. Zweitens ist der Einfluss, den die kleineren Aktionäre im Kollektiv ausüben können, je nach Umfang der Ankerbeteiligung begrenzt. Gegen die rechnerische oder faktische Mehrheit oder Sperrminorität des

244 Vgl. etwa PwC, Vergütungsstudie 2017 (2017), S. 54, 59, 64 (auch zum rückläufigen Trend); ursprünglich empfahl Ziff. 5.4.5 Abs. 2 DCGK 2002 eine erfolgsabhängige Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder, indifferent später Ziff. 5.4.6. Abs. 2 DCGK 2012. Inzwischen regt G.18 DCGK eine Festvergütung an; zu den Hintergründen *Wilsing/von der Linden*, DStR 2012, 1391, 1393; *Ringleb/Kremer/Lutter/von Werder*, NZG 2012, 1081, 1088; *Dörrwächter*, NZG 2020, 370, 370 f.; *KBLW/Kremer*, G.18 DCGK Rn. 1 f.

245 Ähnlich *Heuser*, Shareholder Activism (2012), S. 57 („komplementäre Überwachung des Vorstandshandelns“); *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre im deutschen Aktienrecht (2019), S. 107 („engagierte Wahrnehmung der Eigentümerrolle als weitere Instanz“).

246 Vgl. die grundlegende Kritik bei *Puchniak*, ECGI Law Working Paper No 589/2021 (2021) (Stewardship als „global legal misfit“ im Lichte der außerhalb der USA und des UK oft konzentrierten Beteiligungsstrukturen); unter dem Blickwinkel der Anreize diversifizierter Investoren zur Internalisierung externer Effekte (dazu noch unten § 3 B.III.1) *Dharmapala/Khanna*, ECGI Law Working Paper No 603/2021 (2021), 14 f., 34; ähnlich *Gözlügöl*, Controlling Shareholders: Missing Link in The Sustainability Debate, OBLB v. 16.7.2021, <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2021/07/controlling-shareholders-missing-link-sustainability-debate>.

Ankeraktionärs könnten die übrigen Aktionäre selbst dann wenig ausrichten, wenn sie keinen Koordinationsproblemen unterlägen.

Zur Überwindung solcher Einwände wird bisweilen argumentiert, die Beteiligungsstrukturen hätten sich im Zuge der Auflösung der „Deutschland AG“ dem anglo-amerikanischen Leitbild angenähert.²⁴⁷ Ein Blick auf die Abbildungen 1 und 3 sowie in Tabelle 4 genügt allerdings, um festzustellen, dass die deutschen (und allgemeiner die kontinentaleuropäischen) Aktionärsstrukturen nach wie vor durchaus von einem großen Anteil an Ankerbeteiligungen gekennzeichnet sind, gerade im Vergleich zu den USA.²⁴⁸ Die obige Datenauswertung zeigt insbesondere, dass der in der Literatur geläufige Fokus auf die Beteiligungsverhältnisse im DAX etwas verzerrend wirkt.²⁴⁹ Diese Verzerrung ist nicht zuletzt in der Methodik der Auswahlindizes angelegt: Durch das Abstellen auf die Streubesitzmarktkapitalisierung werden bei gleicher Marktkapitalisierung Emittenten ohne Ankeraktionär bevorzugt.²⁵⁰ Umgekehrt verhält es sich allerdings auch jenseits des Large-Cap-Bereichs nicht so, dass geradezu jede Gesellschaft von einem kontrollierenden Aktionär beherrscht wird. Die Aktionärslandschaft ist vielmehr heterogen, der Übergang von Gesellschaften mit größeren und kleineren Ankeraktionären hin zu denjenigen ohne einen solchen eher fließend.²⁵¹ Die Existenz eines überwachungswilligen und -fähigen Ankeraktionärs in einigen Gesellschaften hilft den Aktionären der ande-

247 Vgl. *Ringe*, EBOR 22 (2021), 87, 101 (unter Verweis auf die Analyse des Niedergangs der „Deutschland AG“ bei *Ringe*, Am. J. Comp. L. 63 (2015), 493); *von Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland (2008), S. 376 ff.; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013), S. 118 ff.

248 Siehe auch die Übersicht bei *Aminadav/Papaioannou*, J. Fin. 75 (2020), 1191, 1204 ff. (Anteil der Gesellschaften mit großen Ankeraktionären (Beteiligung von mind. 20 %) in den USA und im UK deutlich geringer als im Vergleich zum Rest der Welt). Beachte jedoch, dass der geringere Anteil an großen Ankerbeteiligungen in Tabelle 4 oben für den US-Markt insgesamt nicht ganz repräsentativ ist, da in jedem Index knapp 10 % der Gesellschaften mit Dual Class-Strukturen ausgeschlossen wurden. Auch schon vor dem Aufstieg der Big Three traf es im Übrigen nicht zu, dass US-Gesellschaften vollständig im kleinteiligen Streubesitz standen; aufschlussreich zum „Myth of Diffuse Ownership in the United States“ *Holderness*, Rev. Fin. Stud. 22 (2009), 1377 (auf Basis von Daten aus dem Jahr 1995). An der Tendenzaussage, dass Ankeraktionäre im kontinentaleuropäischen im Vergleich zum anglo-amerikanischen Raum größere Bedeutung haben, dürfte sich aber auch bei Einbezug von Dual Class-Emittenten nichts ändern.

249 Mit dieser Einschränkung auch *Ringe*, Am. J. Comp. L. 63 (2015), 493, 516.

250 Siehe Fn. 135 und zugehörigen Text.

251 Vgl. auch Abbildung 1 bei *Egert/Florstedt*, J. Corp. L. Stud. 20 (2020), 263.

ren Gesellschaften bei alledem wenig. Zumindest in den Gesellschaften mit vollständigem Streubesitz oder Ankeraktionär ohne sichere Hauptversammlungsmehrheit verbleibt stets Raum und Potenzial für die Überwachung durch die (anderen) Aktionäre.

Ferner entfällt auch in kontrollierten Gesellschaften nicht von vornherein jegliches Überwachungspotenzial und jeglicher Überwachungsbedarf durch die übrigen Aktionäre. Gegen die Hauptversammlungsmehrheit eines kontrollierenden Aktionärs können die übrigen Aktionäre zwar üblicherweise wenig ausrichten,²⁵² soweit ersterer nicht ganz ausnahmsweise einem Stimmverbot unterliegt.²⁵³ Diejenigen Governance-Mechanismen, die über die Steuerungsfunktion des Aktienpreises wirken, hängen jedoch nicht entscheidend von den Stimmverhältnissen ab. Ein in Aktien vergüteter Vorstand bekommt den Exit eines Aktionärs aus einer nicht unerheblichen Beteiligung auch dann zu spüren, wenn es daneben noch eine deutlich größere Beteiligung gibt, seitens deren Inhabers kein Exit droht. Da die Aktien in den Händen eines kontrollierenden Aktionärs de facto dem Handel entzogen sind, kann bei kontrollierten Gesellschaften auch bereits der Abstoß nominell kleinerer Beteiligungen genügen, um den Aktienpreis und damit mittelbar das Verhalten der Unternehmensführung zu beeinflussen.

Zum anderen besteht in kontrollierten Gesellschaften eine weitere wichtige Agenturbeziehung, nämlich diejenige zwischen dem kontrollierenden Aktionär und den übrigen Aktionären.²⁵⁴ Diese führt letztlich zu einer Verschiebung bzw. Erweiterung des Fokus der Überwachung durch die nicht kontrollierenden Aktionäre.²⁵⁵ Während die Maximierung des Unternehmenswerts prinzipiell im Interesse sämtlicher Aktionäre liegt, kann ein kontrollierender Aktionär seinen Einfluss auch dazu nutzen, bestimmte Transaktionen zu veranlassen, von denen er selbst in stärkerem Umfang

252 Zu verbleibenden, reputationsbasierten Mechanismen der Einflussnahme *Kastiel*, Colum. Bus. L. Rev. 2016, 60, 104 ff. (allerdings primär unter dem Blickwinkel des Hedgefonds-Aktivismus in den USA).

253 Etwa wenn für ein nach § 111b Abs. 1 AktG zustimmungspflichtiges Geschäft ausnahmsweise die Hauptversammlung angerufen wird (§ 111b Abs. 4 AktG); jenseits dieser Vorschrift besteht allerdings nach ganz h.M. und arg. e § 136 Abs. 1 AktG auch bei Rechtsgeschäften mit Aktionären kein allgemeines Stimmverbot für den beteiligten Aktionär, hier nur BeckOGKAktG/*Rieckers*, § 136 AktG Rn. 16, 18.

254 Allgemein *Armour/Hansmann/Kraakman*, in: *The Anatomy of Corporate Law* (2017), S. 30.

255 *Davies/Hopt*, Am. J. Comp. L. 61 (2013), 301, 304; *Ring*, EBOR 22 (2021), 87, 100 f.

als die Gesellschaft und damit auch als die übrigen Aktionäre profitiert.²⁵⁶ Art. 9c ARRL schreibt vor diesem Hintergrund eine stärkere Kontrolle von Geschäften mit kontrollierenden Aktionären und anderen Related Party Transactions vor. Der deutsche Gesetzgeber hat die Zuständigkeit für den Zustimmungsbeschluss für Related Party Transactions zwar in Ausübung des Wahlrechts nach Art. 9c Abs. 4 Uabs. 1 ARRL beim Aufsichtsrat angesiedelt, um Bruchstellen im dualistischen System zu vermeiden.²⁵⁷ Eine Rolle der außenstehenden Aktionäre verbleibt aber wiederum insofern, als es um die Überwachung des Aufsichtsrats bei der Zustimmung zu Related Party Transactions geht, namentlich auch mit Blick auf die Wahrung der Unabhängigkeitsanforderungen nach §§ 107 Abs. 3 Satz 5 und 6, 111b Abs. 2 AktG. Diese zusätzliche Wächterrolle der außenstehenden Aktionäre wird nicht zuletzt in § 111c AktG vorausgesetzt, der die gesonderte sofortige Veröffentlichung zustimmungspflichtiger Related Party Transactions verlangt.²⁵⁸ Bei Related Party Transactions in Gestalt von Unternehmenstransaktionen, die nach § 111a Abs. 3 Nr. 2, 3 AktG von den besonderen Regelungen freigestellt sind, kommt der Überwachung der Einhaltung der einschlägigen, oft ausfüllungsbedürftigen rechtlichen Vorgaben²⁵⁹ durch die außenstehenden Aktionäre ebenfalls zentrale Bedeutung zu.

-
- 256 Grundlegend zum Problem des „tunneling“ *Johnson/La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer*, *Am. Econ. Rev.* 90 (2000), 22; Taxonomie verschiedener Erscheinungsformen bei *Atanasov/Black/Ciccotello*, *U. Ill. L. Rev.* 2014 (2014), 1697, 1703 ff.; zum Verhältnis von tunneling, Related Party Transactions und Interessenkonflikten *Enriques/Tröger*, in: *The Law and Finance of Related Party Transactions* (2020), S. 3 f.
- 257 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 78; skeptisch gegenüber dieser Standardbegründung für die deutsche Zurückhaltung bei der Regulierung von Related Party Transactions *Tröger*, in: *The Law & Finance of Related Party Transactions* (2020), S. 428 („superficial rhetoric“).
- 258 Siehe auch ErwG 44 Satz 2 und 3 ARRL II; skeptisch zur Leistungsfähigkeit der bloßen Transparenz angesichts mangelnder Verfügbarkeit effektiver Rechtsbehelfe allerdings *Tröger*, in: *The Law & Finance of Related Party Transactions* (2020), S. 450 („[F]ull ex-post transparency of [related party transactions] is insufficient if shareholders lack meaningful tools to seek redress, although some market discipline may follow from the negative cost of capital effects for high-volume tunneling firms.“).
- 259 Etwa Einhaltung der materiellen Rechtfertigungsanforderungen für bezugsrechtsfreie Kapitalerhöhungen nach BGHZ 71, 40 = NJW 1978, 1316 (Kali und Salz) oder Angemessenheit der Bewertungen bei Unternehmensverträgen (§§ 304 f. AktG), Squeeze-Outs (§ 327b AktG) und Umwandlungen (etwa §§ 29 f. UmwG).

III. Vermögensverwaltung und Stewardship

Die Einschaltung von Vermögensverwaltern verkompliziert das oben skizzierte rechtsökonomische Modell der Corporate Governance der Publikums-gesellschaft. Dieses begreift die Geschäftsführung als Agenten und die Aktionäre als Prinzipale und geht dabei davon aus, dass den letzteren sowohl die Vermögens- als auch die Kontrollrechte zustehen. Bei der Vermögensverwaltung steht die wirtschaftliche Berechtigung am Bilanzge-winn und Liquidationserlös der Gesellschaften den Endanlegern zu, die Kontrollrechte hingegen liegen wirtschaftlich beim Verwalter. Bei wem die Mitgliedschaft formal-rechtlich liegt, hängt von der konkreten Ausge-staltung der Verwaltung ab. Aus ökonomischer Sicht spielt diese Frage keine Rolle. Auch aus rechtlicher Sicht – z.B. bei der Beteiligungstran-sparenz²⁶⁰ – ist sie oft nur für die Begründung, nicht aber für das Ergebnis relevant.

Im Zusammenhang mit der besonderen Intermediärs-Rolle, in welcher Vermögensverwalter in der Corporate Governance der Portfoliogesell-schaften aktiv werden (oder auch nicht), ist in der jüngeren Literatur häu-fig von „Stewardship“ die Rede. In die deutschsprachige Diskussion hat der Begriff vor allem in Reaktion auf den UK Stewardship Code des Finan-cial Reporting Council (FRC)²⁶¹ aus dem Jahr 2010 Einzug erhalten.²⁶² Ein bis ins letzte Detail vereinheitlichtes Verständnis dieses Begriffs hat sich bislang nicht herausgebildet.²⁶³ Dies mag auch daran liegen, dass der UK

260 Vgl. oben § 2 A.II.

261 FRC, The UK Stewardship Code (2010).

262 Bei einer Beck-Online-Abfrage am 17. November 2021 mit der Sucheingabe *investor stewardship* entfielen nur sechs der insgesamt 138 Treffer auf Jahre vor 2010. In fünf der Treffer ging es vorrangig um Accounting-Themen (in der internationalen Rechnungslegung wird der Begriff auch mit Blick auf die Verantwortung der berichtenden Unternehmensführung verwendet, siehe etwa IAS 1.9); im sechsten Treffer (Dürr, ZIP 1991, 286) tauchte das Wort „stewardship“ nur im Fußnotenapparat auf. Eine Abfrage bei Juris mit gleicher Sucheingabe ergab mehr Treffer vor 2010 (36 von 171), die aber überwiegend wiederum auf Rechnungslegungs-Themen entfielen sowie auf Bundestags-Dokumente, in denen sowohl das Wort „Investor“ als auch der Eigenname „Forest Stewardship Council“ vorkamen.

263 Vgl. *Katelouzou/Puchniak*, in: *Global Shareholder Stewardship* (2022), S. 5 („an ambiguous term which has come to mean different things, at different times, in different places“); Definitionsversuche etwa bei *Hirt*, ZGR 2012, 280, 285 („aktive Eigentümerschaft“); *Hell*, NZG 2019, 338, 338 („Überwachung und aktive[] Ausübung von Eigentümerrechten durch institutionelle Investoren“); *Davies*, in: FS Hopt (2020), S. 132f. („The core meaning of a steward in this

Stewardship Code seinerzeit gar keine gesonderte Definition enthielt.²⁶⁴ Im engeren und historisch orientierten Sinn lässt sich das englische Wort „steward“ vielleicht am besten als „Gutsverwalter“ übersetzen;²⁶⁵ im weiteren und im Kontext der jüngeren Diskussion gebräuchlichen Sinn handelt es sich hingegen letztlich nur um ein anderes Wort für „manager“, das sich im Deutschen wiederum als Verwalter, Agent oder ebenfalls Manager übersetzen ließe.²⁶⁶

Die Untersuchung nutzt den Begriff „Stewardship“ im Folgenden, um zum Ausdruck zu bringen, dass Vermögensverwalter mit der Unternehmensführung und den anderen Aktionären nicht im ureigenen Interesse, sondern als Intermediäre interagieren.²⁶⁷ Die zusätzliche Begrifflichkeit erleichtert vor allem die rechtsökonomische Beschreibung der Kette vom

context is someone who looks after property (originally real property) on behalf of another.[...] And stewardship is the art of discharging that function.“; *Hein*, Die Stewardship-Verantwortung institutioneller Investoren (2018), S. 30 („Die Stewardship Verantwortung umfasst grundlegende Aufgaben institutioneller Investoren und Vermögensverwalter, die diese in Folge ihrer Investitionen in ihre Portfoliogesellschaften und den damit verbundenen Einflussmöglichkeiten wahrnehmen.“).

- 264 Die Einleitung des UK Stewardship Codes aus dem Jahr 2020 legt nunmehr ein schillerndes, aber daher auch recht konturloses Verständnis zugrunde: „Stewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term value for clients and beneficiaries leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society“, FRC, The UK Stewardship Code (2020), S. 4. Überblick zu den inhaltlichen Änderungen gegenüber den früheren Versionen bei *Leyens*, in: FS Hopt (2020), S. 716 ff.
- 265 Vgl. auch *Hein*, Die Stewardship-Verantwortung institutioneller Investoren (2018), S. 167.
- 266 Vgl. *Davies*, in: FS Hopt (2020), S. 132 f. mit Fn. 7; *Hein*, Die Stewardship-Verantwortung institutioneller Investoren (2018), S. 167; siehe auch erneut das berühmte Zitat in Fn. 188: *Adam Smith* verwendet hier den Begriff „steward“ im Sinn von „Gutsverwalter“ als Metapher, um das zu beschreiben, was man in heutiger Zeit die Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen Aktionariat und Unternehmensführung nennen würde. In EU-IAS 1.9 ist „stewardship“ als „Verwaltung“ übersetzt. In der englischen Fassung der ARRL II kommt der Begriff nur in ErwG 19 Satz 1 vor, dort im Deutschen als „Vermögensverwaltung“ übersetzt.
- 267 Dieses relativ enge Begriffsverständnis von „Stewardship“ dürfte in etwa auf der Linie der in Fn. 263 genannten Fundstellen liegen. Hinter der in Fn. 264 zitierten Passage aus dem UK Stewardship Code 2020 bleibt es hingegen in dreierlei Hinsicht zurück: Es begrenzt den Stewardship-Gedanken a) auf von Vermögensverwaltern und anderen Intermediären (und nicht auch Proprietären) gehaltene Beteiligungen, b) auf die Corporate Governance der Gesellschaften in bestehenden Portfolios (und nicht auch die vorgelagerten Anlageentscheidungen) und

Endanleger über den Vermögensverwalter zur Gesellschaft: Die Aktionäre sind sowohl im Verhältnis zu den Unternehmensführungen als auch zu den Verwaltern Prinzipale. „Stewardship“ spielt sich maßgeblich zwischen Verwalter, Unternehmensführung und anderen Aktionären (oder deren Stewards) ab, deren Verhältnis sich anders nur recht umständlich bezeichnen ließe. „Stewardship-Aktivitäten“ sind alle Maßnahmen, die Vermögensverwalter im Interesse der Endanleger zwecks Werterhöhung oder Werterhaltung der Beteiligung an einer Portfoliogesellschaft ergreifen. Hierzu zählen namentlich die Ausübung des Stimmrechts, engagements mit der Unternehmensführung und die Informationsbeschaffung und Informationsauswertung in Vor- und Nachbereitung solcher Aktivitäten. „Stewardship-Anreize“ sind die Anreize der Vermögensverwalter, Stewardship-Aktivitäten zu unternehmen.

Die Rolle passiver und anderer Vermögensverwalter in der Corporate Governance zu untersuchen, heißt im Kern, ihre Stewardship-Anreize zu analysieren. Die grundsätzlichen Fragen danach, welche Rolle den Aktionären bei der Überwachung der Unternehmensführung zukommt und welche formellen und informellen Instrumente ihnen das anwendbare Gesellschaftsrecht hierzu bereitstellt, ändern sich auch bei der Einschaltung von Vermögensverwaltern zunächst nicht grundlegend. Die entscheidende Frage ist vielmehr, wie passive Vermögensverwalter die für die Aktionäre vorgesehene Rolle ausfüllen. Die Antwort hierauf wiederum hängt aus theoretischer Sicht maßgeblich von den Anreizstrukturen ab. Der folgende Abschnitt nimmt diese ausführlich unter die Lupe.

B. Stewardship-Theorie der passiven Vermögensverwaltung

Nachdem geklärt ist, weshalb die Anreizstrukturen der Vermögensverwalter unter Corporate Governance-Gesichtspunkten relevant sind, sollen diese nun eingehender untersucht werden. Der nachfolgende Abschnitt nimmt die Stewardship-Anreize passiver Verwalter dazu zunächst unter theoretischen Gesichtspunkten in den Blick. Dabei zeichnet er insgesamt ein pessimistisches Bild. Dies liegt teilweise an allgemeinen Agenturproblemen, die sich in gleicher oder ähnlicher Weise auch bei der aktiven Verwaltung stellen, teilweise an Besonderheiten der passiven Verwaltung, die allgemeine Probleme verschärfen oder gar zu neuen führen. Vermeint-

c) auf die Wahrung der Interessen der Endanleger (und nicht auch sonstiger Stakeholder).

liche „Lichtblicke“ stellen sich bei näherem Hinsehen als Schattenseite dar oder erscheinen zumindest ambivalent.

Einige einfache modelltheoretische Überlegungen exponieren zunächst den zentralen Agenturkonflikt, der aus der Gebührenstruktur der passiven Verwaltung resultiert (I). Die Darstellung löst sich sodann von den Zwängen des engen Modells und diskutiert überwiegend verbal zahlreiche weitere denkbare Einflüsse auf die Stewardship-Anreize der Verwalter. Zunächst wird der Blick auf solche Einflussfaktoren gerichtet, die mit dem Streben nach weiterer Kundschaft zusammenhängen (II). Anschließend werden verschiedene Faktoren betrachtet, die sich im weitesten Sinn auf die Zielfunktion des Verwalters auswirken (III). Abschließend wird die Wechselwirkung zwischen den Stewardship-Anreizen der Verwalter und anderen Mechanismen der Corporate Governance beleuchtet (IV).

I. Ein simples Agenturmodell der Stewardship-Anreize

Die möglichen Einflüsse auf die Stewardship-Anreize der Vermögensverwalter sind gewiss derart vielfältig, verflochten und kompliziert, dass sie sich nicht in einem einzigen Modell erschöpfend beschreiben lassen.²⁶⁸ Auch eine simple, einigermaßen realitätsferne formale Analyse kann aber helfen, bestimmte grundlegende Zusammenhänge zu illustrieren und der qualitativen Diskussion „jenseits des Modells“ Struktur zu verleihen. Vorliegender Unterabschnitt führt ein einfaches, einperiodiges Prinzipal-Agent-Modell der Vermögensverwaltung ein (1).²⁶⁹ Ausgehend hiervon können die Stewardship-Anreize aktiver und passiver Verwalter als Lösung

268 Kritisch zum Drang der modernen Wirtschaftswissenschaften nach Mathematisierung schon *Jensen*, *Acc. Rev.* 58 (1983), 319, 333 („Unfortunately, there exists in the profession an unwarranted bias towards the use of mathematics even in situations where it is unproductive or useless. One manifestation of this is the common use of the terms 'rigorous' or 'analytical' or even 'theoretical' as identical with 'mathematical.' None of these links is, of course, correct.“); aus jüngerer Zeit *Akerlof*, *J. Econ. Lit.* 58 (2020), 405 („[E]conomics, as a discipline, gives rewards that are biased in favor of the 'hard' and against the 'soft.' This bias leads to 'sins of omission' in which economic research ignores important topics and problems when they are difficult to approach in a 'hard' way.“).

269 Der methodische Ansatz ist lose inspiriert durch die Analysen von *Bebchuk/Hirst*, *Colum. L. Rev.* 119 (2019), 2029, 2051 ff.; siehe zu den Anreizen zur Mitwirkung in der Corporate Governance im Allgemeinen – ohne besondere Berücksichtigung der speziellen Agenturkonflikte bei der Vermögensverwaltung – auch *Black*, *Mich. L. Rev.* 89 (1990), 520, 575 ff.

eines Grenzkostenproblems beschrieben werden (2) und die Bedeutung der Gebührenstrukturen (3) und der Beteiligungshöhen (4) genauer herausgearbeitet werden.

1. Annahmen

Im Ausgangspunkt sei angenommen, dass eine bestimmte – hier nicht näher interessierende – Zahl risikoneutraler Endanleger im Zeitpunkt $t=0$ einen ebenfalls risikoneutralen Vermögensverwalter M mit der Verwaltung eines Teils ihres Vermögens betraut. Die Gründe für diese Delegation können einerseits in der fehlenden Erfahrung oder Zeit der Kunden liegen, andererseits in den durch den Vermögensverwalter realisierbaren Skaleneffekten beim Vorhalten der nötigen Infrastruktur zur Implementierung der Anlagestrategie und den dabei anfallenden Transaktionskosten. Der Einfachheit halber wird hier angenommen, dass die Kosten des Verwalters zur Implementierung der Strategie null betragen.

Geht man davon aus, dass der Verwalter das Vermögen aller Kunden in gleicher Weise investiert und ausschließlich in die Aktien börsennotierter Emittenten, dann entspricht im Zeitpunkt t die Summe der verwalteten Gelder $AuM_t = \sum_{\forall f} \beta_{t,f} V_{t,f}$, wobei $\beta_{t,f}$ für die Beteiligungsquote des Vermögensverwalters am Emittenten f steht, $V_{t,f}$ für die Marktkapitalisierung dieses Emittenten und AuM_t für die „assets under management“ des Verwalters. Als Vergütung erhält der Vermögensverwalter von jedem Kunden i einen bestimmten Prozentsatz α_i des für diesen Kunden verwalteten Vermögens im Zeitpunkt $t=1$. Der Einfachheit sei davon ausgegangen, dass der Vergütungssatz für alle Kunden gleich ist ($\alpha_i = \alpha$). Außerdem sei unterstellt, dass sich die Beteiligungsquoten über den betrachteten Zeitraum hinweg nicht ändern, also $\beta_{0,f} = \beta_{1,f} = \beta_f$. Für den Ertrag des Vermögensverwalters gilt der Zusammenhang $\pi_M = \alpha \times AuM_1 = \sum_{\forall f} \alpha \times \beta_f \times V_{1,f}$. Die Zielfunktion des Verwalters ist es, seinen eigenen Ertrag zu maximieren.

Bei der passiven Verwaltung sind die β_f weitestgehend durch die Zusammensetzung und Gewichte des Index vorgezeichnet, der laut Anlagebedingungen getrackt werden soll. Im Detail wäre hier aus praktischer Sicht etwa noch an Spielräume in Bezug auf den anvisierten Tracking Error und die Minimierung der Handelskosten zu denken. Diese nicht governance-spezifischen Aspekte bleiben im Folgenden außen vor. Bei der passiven Verwaltung besteht somit mit den bisherigen Annahmen noch

kein wesentlicher Interessenkonflikt: Da der Verwaltungsvertrag mit Blick auf die Anlagestrategie mehr oder weniger vollständig ist,²⁷⁰ kann der Verwalter aus Sicht des Kunden nicht viel falsch machen. Bei der aktiven Verwaltung hingegen ist die Auswahl der β_f im Rahmen der Anlagebedingungen und einschlägigen gesetzlichen Vorgaben dem Ermessen des Verwalters überlassen. Dieser zusätzliche Herd, an dem sich Interessenkonflikte entzünden könnten, entfällt bei der passiven Verwaltung; umgekehrt geht durch die deterministische Anlagestrategie aber auch das Potenzial der Exit-Governance weitgehend verloren.²⁷¹

Für Zwecke der Analyse der Stewardship-Anreize sei nun angenommen, dass der Verwalter die Möglichkeit hat, während des Anlagezeitraums in der Corporate Governance der Portfoliogesellschaften Stewardship-Aktivitäten zu unternehmen und dass diese Aktivitäten einen Einfluss auf die Unternehmenswerte $V_{1,f}$ haben. Praktisch wird das Ergebnis der Stewardship-Aktivitäten mit Unsicherheit behaftet sein, sodass sich der Unternehmenswert nur im Erwartungswert erhöht. Da zu Vereinfachungszwecken risikoneutrale Akteure angenommen werden, muss diese Unsicherheit hier nicht explizit berücksichtigt werden. Weiterhin sei angenommen, dass dem Vermögensverwalter für die Stewardship-Aktivitäten zusätzliche Kosten entstehen – etwa für Personal, Informationsbeschaffung, externe Berater, Teilnahme an Hauptversammlungen, Reisekosten für persönliche engagements – und er diese Kosten nicht auf die Kunden umlegen kann. Diese Kosten ließen sich wiederum in Gemeinkosten für portfolioübergreifende Maßnahmen und emittentenspezifische Einzelkosten unterteilen, sowie jeweils in fixe und variable Kosten. Für die weitere Analyse sei angenommen, dass der Verwalter das Stewardship-Niveau für jede Portfoliogesellschaft gesondert festlegt; die entsprechenden Kosten seien mit s_f bezeichnet.

Unter der Annahme, dass es jenseits der Stewardship-Aktivitäten des Verwalters keine Einflüsse auf den Unternehmenswert gibt, entspricht der Ertrag dieser Aktivitäten dem Unterschiedsbetrag der Unternehmenswerte: $\Delta V_f = V_{1,f} - V_{0,f}$. Übliche Annahmen für den funktionalen Zusammenhang zwischen ΔV_f und s_f sind, dass a) der Grenzertrag der Stewardship-Aktivitäten stets positiv ist ($\Delta V_f'(s_f) > 0$), b) der Grenzertrag mit zunehmenden Stewardship-Aktivitäten abnimmt ($\Delta V_f''(s_f) < 0$) und

270 Zu verbleibenden Unschärfen im Zusammenhang mit Übernahmesituationen unten § 3 B.IV.4.

271 Dazu noch unten § 3 B.IV.3.

c) keine Stewardship-Aktivitäten keinen Ertrag bringen ($\Delta V_f(0) = 0$).²⁷² Insbesondere die letzte Annahme ist nicht zwingend und dient in erster Linie der einfacheren Darstellung. Man könnte genauso gut unterstellen, dass die Unternehmensführung ohne ausreichende Überwachung durch die Aktionäre Fehlanreizen unterliegt, sodass ohne jegliche Stewardship-Aktivitäten ein ΔV_f mit negativem Vorzeichen realisiert würde. Die grundlegende Mechanik, dass es der Verwalter in der Hand hat, durch Stewardship-Aktivitäten zu einer Erhöhung des ΔV_f beizutragen, würde sich durch explizite Modellierung dieser Überlegung aber nicht ändern.

2. Analyse

Bisweilen wird unterstellt, dass der Verwalter Anreize hat, Stewardship-Kosten bis zur vollen Höhe des von ihm internalisierten Portfolioertrags ($\alpha \times \Delta V_f$) aufzuwenden.²⁷³ Bis zu diesem Punkt würde der Verwalter die Aufwendungen aber nur tätigen, wenn er vor der binären Entscheidung stünde, entweder gar nichts zu unternehmen oder einen konkreten Betrag zu investieren. Stehen mehrere Optionen zur Verfügung, kann man hingegen nicht einfach davon ausgehen, dass der Verwalter diejenige Option mit dem größten Bruttoertrag wählt, bei der er gerade noch keinen Verlust macht. Er wird vielmehr seinen Nettoertrag maximieren.²⁷⁴ Die aus Sicht

272 Ähnlich im Modell von *Corum/Malenko/Malenko*, ECGI Finance Working Paper No 695/2020 (2022), 13.

273 So etwa *Lewellen/Lewellen*, J. Fin. 77 (2022), 213, 218; ohne formale Analyse, in der Sache aber ähnlich *Rock/Kahan*, B. U. L. Rev. 100 (2020), 1771, 1785 f.

274 Zur Illustration ein numerisches Beispiel mit folgenden Annahmen: $V_f = 10$ Mrd. EUR, $\alpha = \beta_f = 1\%$, drei Möglichkeiten für den Verwalter: a) Kosten von $s_f^a = 100.000$ EUR aufwenden für $\Delta V_f^a = 1$ Mrd. EUR, b) Kosten von $s_f^b = 500$ EUR aufwenden für $\Delta V_f^b = 10$ Mio. EUR, c) nichts tun. Die Option b) ist für den Verwalter hier unter den Zwängen des Modells die beste, während er indifferent zwischen Option a) und c) ist. Mit Option a) stellt sich der Verwalter nicht besser als mit Nichtstun. Sein Gewinn beträgt hier genau 0 EUR ($= \alpha \times \beta_f \times \Delta V_f^a - s_f^a = 0,01 \times 0,01 \times 1.000.000.000 - 100.000$). Mit Option b) hingegen erzielt der Verwalter einen Gewinn von 500 EUR ($= \alpha \times \beta_f \times \Delta V_f^b - s_f^b = 0,01 \times 0,01 \times 10.000.000 - 500$). Ausgehend von Option b) bietet Option a) einen zusätzlichen Ertrag von $\Delta V_f^a - \Delta V_f^b =$

des Verwalters optimalen Stewardship-Kosten $s_f^{*,M}$ sind daher als Lösung eines Optimierungsproblems zu bestimmen.²⁷⁵ Die Bedingung erster Ordnung ist dabei, dass die Grenzkosten der Stewardship-Aktivitäten dem vom Verwalter internalisierten Grenzertrag entsprechen:

$$\frac{\partial(\alpha \times \beta_f \times \Delta V_f(s_f) - s_f)}{\partial s_f} = 0.$$

Als die aus Sicht der Endanleger optimalen Stewardship-Kosten $s_f^{*,K}$ lassen sich die Kosten ansehen, die ein Aktionär aufzuwenden bereit wäre, der mit Beteiligungsquote β_f ohne Intermediarisierung durch einen Verwalter beteiligt wäre. Die Anreize dieses hypothetischen Direktanlegers lassen sich in gleicher Weise wie die des Verwalters analysieren: Dazu muss man schlicht den Fall $\alpha = 1$ betrachten.²⁷⁶ Solange der Ertrag der Stewardship-Aktivitäten monoton in den Kosten steigt und α kleiner als eins ist, sind die aus Sicht des Verwalters optimalen Stewardship-Kosten stets geringer als die aus Sicht der Anleger optimalen ($s_f^{*,K} > s_f^{*,M}$). Der Prinzipal-Agent-Konflikt schlägt sich also darin nieder, dass der Vermögensverwalter nur in geringerem Umfang bereit ist, Stewardship-Kosten aufzuwenden, als im Interesse der Gesamtheit der Anleger optimal wäre. Der Grund dafür liegt auf der Hand: Der Vermögensverwalter trägt nach dem vorliegenden Modell vollständig die Kosten der Stewardship-Aktivitäten, internalisiert deren Erträge aber nur zu einem Bruchteil. Er hat nur so lange einen eigenen ökonomischen Anreiz, Stewardship-Kosten aufzuwenden, bis die Grenzkosten dem von ihm internalisierten Grenzertrag entsprechen.

990 Mio. EUR für zusätzliche Kosten von $s_f^a - s_f^b = 99.500$ EUR. Der Wechsel von Option b) zu Option a) wäre für den Verwalter mit einem negativen Grenzgewinn verbunden ($= \alpha \times \beta_f \times (\Delta V_f^a - \Delta V_f^b) - (s_f^a - s_f^b) = 0.01 \times 0.01 \times 990.000.000 - 99.500 = -500$ EUR).

275 Für Grenzkostenbetrachtungweise auch *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2051; *Elhauge*, Ohio St. L. J. 82 (2021), 1, 64; siehe ferner *Black*, Mich. L. Rev. 89 (1990), 520, 579 f. Mit Modellierung als Optimierungsproblem auch *Corum/Malenko/Malenko*, ECGI Finance Working Paper No 695/2020 (2022), 14.

276 Zur Angemessenheit dieses Vergleichs noch unten § 3 B.I.4.

Abgesehen von dieser Einsicht lassen sich mit den hier getroffenen Annahmen nur wenige generelle Aussagen über das Verhältnis der optimalen Anreize treffen. Es lässt sich insbesondere nicht pauschal postulieren, dass die aus Sicht des Verwalters optimalen Stewardship-Kosten stets das α -Fache des Optimums aus Sicht der Endanleger betragen. Die Einzelheiten hängen vielmehr davon ab, wie man den Zusammenhang $\Delta V_f(s_f)$ modelliert. Je nach Modellierung können die optimalen Stewardship-Kosten dabei auch negativ ausfallen. Dieses negative Optimum kann so interpretiert werden, dass der Verwalter den nächstmöglichen Betrag aufwendet, nämlich genau null. Formal tritt das negative Optimum immer dann auf, wenn der Zusammenhang $\alpha \times \beta_f \times \Delta V_f'(s_f = 0) < 1$ gilt. In Worten: Damit der Verwalter Anreize hat, auch nur einen einzigen Euro an Stewardship-Kosten aufzuwenden, muss der Ertrag dieses ersten Euro bedeutend höher sein – so hoch, dass er durchgerechnet auf die Beteiligungs- und Gebührenquote des Verwalters immer noch mindestens einen Euro beträgt. Für $\beta_f = 5\%$ und $\alpha = 0,2\%$ etwa müsste bereits der erste in Stewardship investierte Euro mindestens 10.000 EUR an Unternehmenswert schaffen, während aus Sicht des hypothetischen Direktanlegers eine Wertschöpfung von 20 EUR ausreichend wäre.²⁷⁷

Interessanter als das Verhältnis der optimalen Stewardship-Kosten ist am Ende allerdings der mit diesen Kosten geschaffene Nutzen. Wenn der Verwalter nur einen Bruchteil der Stewardship-Kosten aufwendet, die der hypothetische Direktanleger aufwenden würde, diese Kosten aber bereits einen Großteil des Werts schaffen, den der hypothetische Direktanleger schaffen würde, dann wäre es zumindest irreführend, das Ausmaß des Agenturkonflikts zwischen Vermögensverwalter und Kunden vor allem am Verhältnis der aus Sicht von Vermögensverwalter und hypothetischem Direktanleger jeweils optimalen Aufwendungen festzumachen.²⁷⁸ Solange der Grenzertrag der Stewardship-Aktivitäten in den Kosten abnimmt ($\Delta V_f'(s_f) < 0$), wird das Verhältnis der aus Sicht des Verwalters und der Endanleger optimalen Stewardship-Kosten stets kleiner sein als das Verhältnis der mit den jeweiligen Aktivitäten erzielten Unterschiedsbeträge der Unternehmenswerte. Damit der mit Intermediation erreichte

277 Qualitativ vergleichbares Beispiel bei *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2055; ähnlich auch schon *Black/Coffee*, Mich. L. Rev. 92 (1994), 1997, 2057.

278 Unter diesem Aspekt kritikwürdig die Darstellung bei *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2055.

$\Delta V_f(s_f^{*,M})$ ansatzweise ebenso groß ausfällt wie der bei hypothetischer Direktinvestition erreichte $\Delta V_f(s_f^{*,K})$, muss man aber hohe Erträge bereits geringer Investitionen in Stewardship-Aktivitäten *und zugleich* extrem schnell abnehmende Erträge umfangreicherer Stewardship-Aktivitäten annehmen.

Der erste Teil der Annahme ließe sich möglicherweise noch mit der Überlegung rechtfertigen, dass zumindest breit diversifizierte Vermögensverwalter mit bestimmten Maßnahmen zu relativ geringen Kosten Verbesserungen im gesamten Portfolio erzielen können,²⁷⁹ z.B. durch die Einführung einer Stimmrechtspolitik, die bestimmte Arten erfolgsabhängiger Vergütungssysteme unterstützt,²⁸⁰ oder die Kommunikation allgemein gehaltener Erwartungen an die Unternehmensführungen. Der zweite Teil der Annahme – praktisch keine aus Sicht des hypothetischen Direktanlegers ökonomisch sinnvollen Möglichkeiten weitergehender Stewardship-Aktivitäten – hingegen scheint wenig plausibel. Denn neben günstigen portfolioübergreifenden Maßnahmen dürfte sich der Wert einzelner Portfoliogesellschaften häufig auch durch unternehmensspezifische Überwachung und Intervention verbessern lassen, gerade durch Einflussnahme auf konkrete Personalien oder strategische Grundentscheidungen. Die Informations- und Implementierungskosten solcher Stewardship-Aktivitäten dürften aber häufig drastisch höher ausfallen als bei portfolioübergreifenden Maßnahmen. Jedenfalls für unternehmensspezifische Stewardship-Aktivitäten könnten die Grenzkosten des Verwalters oft schnell den von ihm internalisierten Grenzertrag übersteigen.²⁸¹

279 *Hemphill/Kaban*, Yale L. J. 129 (2020), 1392, 1409 ff. sprechen – unter wettbewerblichem Blickwinkel – treffend von „across-the-board“-Maßnahmen; konzeptionell gleicher Ansatz auch bei *Gilson/Gordon*, Colum. L. Rev. 113 (2013), 863, 889 („governance activism“ gegenüber „performance activism“); *Rock/Kaban*, B. U. L. Rev. 100 (2020), 1771, 1800 f. (Verbundvorteile bei wiederkehrenden Themen); *Klöhn*, ZHR 185 (2021), 183, 197 ff. („marktweite Stewardship-Maßnahmen“).

280 *Elhauge*, Ohio St. L. J. 82 (2021), 1, 52 f.

281 So im Ergebnis auch *Fisch/Hamdani/Solomon*, U. Pa. L. Rev. 168 (2019), 17, 43; *Rock/Kaban*, B. U. L. Rev. 100 (2020), 1771, 1808; *Klöhn*, ZHR 185 (2021), 183, 191.

3. Bedeutung der Gebührenhöhe

Die Analyse im vorigen Unterabschnitt ist für aktive und passive Verwaltungsmodelle im Ausgangspunkt die gleiche. Dem Grunde nach besteht das Agenturproblem mit Blick auf die Stewardship-Aktivitäten bei der passiven Verwaltung ebenso wie bei der aktiven Verwaltung. Ein wesentlicher Unterschied ergibt sich aber mit Blick auf das Ausmaß des Problems: Bei der passiven Verwaltung fallen die Gebührensätze üblicherweise deutlich geringer aus als bei der aktiven Verwaltung.

Für US-amerikanische Indexfonds, die international in Eigenkapitaltitel investieren, betrug die jährliche Gebührenquote im Jahr 2020 im Schnitt etwa 0,18 % des investierten Kapitals, für aktive Fonds waren es 0,76 %.²⁸² Die Kosten sind in den vergangenen Jahren kontinuierlich gesunken; im Jahr 2015 waren es noch 0,29 % bzw. 0,93 %.²⁸³ Europäische aktive Fonds (insbesondere deutsche²⁸⁴) sind im Allgemeinen etwas teurer als ihre US-amerikanischen Pendanten.²⁸⁵ Die Kosten für passive Fonds sind aber auch hier in den letzten Jahren stark gesunken; über alle europäischen passiven Fonds hinweg betragen die durchschnittlichen Kosten im Oktober 2020 etwa 0,19 % per annum, gegenüber 1,12 % für aktive Fonds.²⁸⁶ Um Marktanteile zu gewinnen, werden gelegentlich sogar ETFs mit Null- oder gar negativen Gebühren angeboten, wenngleich bislang mit mäßigem Erfolg.²⁸⁷ Da Indexfonds von Skaleneffekten profitieren, könnten die Kostenquoten mit steigendem Interesse an passiven Produkten zukünftig auch weiter sinken.²⁸⁸

282 Morningstar, 2020 U.S. Fund Fee Study (2021), S. 3 mit Tabelle 2 (Gewichtung der Gebühren nach Fondsvolumen). Für US-Indexfonds auf den US-Aktienmarkt liegt die Quote noch deutlich niedriger (0,09 % im Jahr 2020).

283 Morningstar, 2019 U.S. Fund Fee Study (2020), S. 3 mit Tabelle 2.

284 Vgl. Morningstar, Global Investor Experience Study: Fees and Expenses (2019) (höchste Kosten aller 26 in der gesamten Studie untersuchten Märkte).

285 Vgl. Morningstar, European Fee Study (2020), S. 2.

286 Vgl. Morningstar, European Fee Study (2020), S. 2f. Beachte, dass diese Zahl nur eingeschränkt mit den für die USA genannten Zahlen vergleichbar ist, da sie über alle Fonds unabhängig vom regionalen und gegenständlichen Fokus aggregiert ist.

287 Vgl. *Riding*, Zero-fee ETFs fail to capture investor interest, Financial Times (online) v. 26.7.2020, <https://www.ft.com/content/80444f8d-00ea-4d00-a981-2e4f26a10f7b>.

288 Vgl. *Johnson*, 4 Lessons From Another Year of Falling Fund Fees, Morningstar (9.6.2020), <https://www.morningstar.com/articles/987454/4-lessons-from-anoth>

Über die Kostenquoten bei der individuellen Finanzportfolioverwaltung für institutionelle Kunden ist weit weniger bekannt als über die Kostenstrukturen bei Publikumsfonds. Mit Blick auf die größeren Investitionssummen und die tendenziell geringeren Anlegerschutzauflagen wäre grundsätzlich zu erwarten, dass die Gebühren hier noch einmal deutlich geringer ausfallen. Anekdotische Evidenz für diese Vermutung liefert der Abschluss der BlackRock-Gruppe: Obwohl das institutionelle Geschäft in Bezug auf die AuM sogar leicht größer ist als das ETF-Geschäft,²⁸⁹ fällt der Umsatz aus dem ETF-Geschäft etwa fünfmal höher aus.²⁹⁰

Niedrigere Gebührensätze schlagen sich im obigen Modell in niedrigeren Internalisierungsparametern α nieder und damit auch in niedrigeren optimalen Stewardship-Kosten und dadurch realisierten Stewardship-Erträgen. Zu beachten ist allerdings, dass die in der Praxis beobachteten Kostenquoten nicht pauschal mit dem α in einem *einperiodigen* Modell gleichgesetzt werden dürfen. Von einer stewardship-induzierten Erhöhung des Portfoliowerts profitiert ein Verwalter nämlich nicht zwangsläufig nur einmalig. Soweit die Früchte der Stewardship-Aktivitäten eines bestimmten Jahres auch darüber hinaus erhalten bleiben, kann der Verwalter auch in den Folgeperioden höhere Gebühreneinnahmen erwarten.²⁹¹ Mit genaueren Annahmen über die Persistenz der Stewardship-Erträge (einschließlich der Kontinuität der Zusammensetzung des nachgebildeten Index) und die Verzinsung ließen sich tatsächliche Gebührenquoten in bestimmte Werte von α im einperiodigen Modell übersetzen.²⁹² Für die vorliegende Analyse dürften allerdings die Beobachtungen genügen, dass der Parameter α im Fall der Vermögensverwaltung regelmäßig deutlich näher bei null als bei eins liegen wird, dass er im Fall der passiven Verwaltung praktisch meist geringer als bei der aktiven Verwaltung ausfällt und dass er in Zukunft möglicherweise weiter fallen wird.

Ferner gilt es zu beachten, dass das vorliegende Modell realitätsferne Annahmen über die Kostenstruktur des Verwalters trifft. Die Annahme von

er-year-of-falling-fund-fees („We expect that the bar will go even lower, as the downward pressure on fund expenses is unlikely to abate.“).

289 Siehe auch oben § 2 C.II.4.

290 BlackRock, Inc., 2020 Annual Report (2021), Form 10-K S. 48 (im Bereich Eigenkapitalanlagen etwa 3,5 Mrd. USD Umsatz für das iShares-ETF-Segment gegenüber 664 Mio. USD für das Non-ETF Index-Geschäft).

291 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2053; *Elhauge*, Ohio St. L. J. 82 (2021), 1, 55 f.

292 Vgl. *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2053 f.; *Rock/Kahan*, B. U. L. Rev. 100 (2020), 1771, 1786.

Null-Kosten ist vor allem deshalb problematisch, weil sie unterstellt, dass es sich bei allen Kosten der Portfolioverwaltung jenseits des Stewardship-Kalküls um Fixkosten handelt, die für die gebotene Grenzkostenbetrachtung keine Rolle spielen. Zahlreiche Kostenpositionen der passiven Portfolioverwaltung dürften eher degressiv-variabel sein, d.h. die Grenzkosten fallen in den AuM, betragen aber nicht genau null. Bestimmte Kosten können sogar kurzfristig und proportional mit den AuM steigen. Ein wichtiges Beispiel hierfür sind Gebühren für Indexlizenzen und den Zugang zu den für das Tracking benötigten Daten. Presseberichten zufolge sind die an die Indexadministratoren abzuführenden Beträge zumindest bei markenstarken Indizes an die AuM des Portfolios gekoppelt, für die der Index verwendet wird, und können mehrere Basispunkte betragen.²⁹³ Soweit die Kosten nicht fix sind, kommt es für die Analyse der Anreizlage nicht auf den Bruttogebührensatz an, sondern auf die vom Vermögensverwalter verinnahmte Marge. Bei komplexen Kostenstrukturen wird sich diese nur selten proportional zu den AuM verhalten. Sie wird aber in Relation zu den AuM stets geringer ausfallen als die beobachtbaren Gebührensätze.

Eine weitere Komplikation ergibt sich daraus, dass große Vermögensverwalter in der Praxis mitunter sowohl aktive als auch passive Fonds auflegen, während die Stewardship-Aktivitäten überwiegend zentral koordiniert werden.²⁹⁴ Auch diese Komplikation wirkt sich allerdings wiederum nur auf das Ausmaß des Agenturproblems aus, nicht auf seine grundsätzliche Existenz.

4. Bedeutung der Beteiligungshöhen

Obige Analyse des Agenturkonflikts vergleicht die Stewardship-Anreize eines (passiven) Vermögensverwalters mit denjenigen eines hypothetischen Direktanlegers, der mit gleicher Quote β_f an einer Portfoliogesellschaft beteiligt ist. Dieser hypothetische Direktanleger kann als Stellvertreter der Gesamtheit der Kunden des Vermögensverwalters begriffen werden,

293 *Moisson*, Largest index providers' „stranglehold“ is limiting fee cuts, *Financial Times* (online) v. 14.10.2021, <https://www.ft.com/content/29c9e079-a6df-4cbf-8c79-528426b3c7fb>.

294 *Rock/Kahan*, B. U. L. Rev. 100 (2020), 1771, 1801 ff.; siehe auch *Fisch/Hamdani/Solomon*, U. Pa. L. Rev. 168 (2019), 17, 42 und noch unten § 3 C.II.2; zu den sich daraus möglicherweise ergebenden Interessenkonflikten *Griffith/Lund*, B. U. L. Rev. 99 (2019), 1151, 1182 ff.

wenn diese ihre Beteiligungen jeweils direkt hielten und sich untereinander transaktionskostenfrei koordinieren könnten. Ein ernstzunehmender Kritikpunkt der Theorie, die passiven Vermögensverwaltern schwache Stewardship-Anreize zuschreibt, zielt auf die Unangemessenheit dieses Vergleichs ab.²⁹⁵ Statt mit der Gesamtheit der Kunden müsse man die Anreize des Vermögensverwalters mit denen eines einzelnen Kunden vergleichen, der sein Aktienportfolio nicht über einen Intermediär hält, mit anderen Worten also mit einem typischen Streubesitzaktionär mit infinitesimaler Beteiligung.²⁹⁶ Da die Beteiligungsquoten selbst kleinerer Vermögensverwalter die Beteiligungsquoten eines privaten Streubesitzaktionärs oft um ein Vielfaches übersteigen, wird argumentiert, die Intermediarisierung sei der Corporate Governance am Ende sogar zuträglich.²⁹⁷

Diese Kritik liegt zunächst richtig damit, dass die Stewardship-Anreize des Verwalters im simplen Modell in gleicher Weise von α wie von β_f abhängen. Wenn die Beteiligungsquote des Verwalters mehr als das $\frac{1}{\alpha}$ -Fache der Beteiligungsquote des zum Vergleich herangezogenen Direktanlegers beträgt, ist der Corporate Governance der Portfoliogesellschaften mit der Intermediarisierung mehr gedient als ohne. In diesem Sinn sind große Intermediäre aus Corporate Governance-Sicht gegenüber einer Vielzahl deutlich kleinerer Proprietäre vorzugswürdig.²⁹⁸

Das allgemeine Kollektivhandlungsproblem der Corporate Governance (kleine Aktionäre haben weniger Anreize mitzuwirken als große Aktionäre) sollte analytisch aber von dem zusätzlichen Agenturproblem der Vermögensverwaltung (Intermediäre haben schwächere Anreize mitzuwirken als Proprietäre) getrennt werden. Unter diesem Blickwinkel scheint der Vergleichsmaßstab „vollständiger Streubesitz“ ebenfalls zu extrem. Aktive Verwalter können ebenfalls hohe β_f erreichen, gerade in den Gesell-

295 *Rock/Kaban*, B. U. L. Rev. 100 (2020), 1771, 1788; *Fisch/Hamdani/Solomon*, U. Pa. L. Rev. 168 (2019), 17, 43 mit Fn. 134.

296 *Rock/Kaban*, B. U. L. Rev. 100 (2020), 1771, 1788.

297 *Rock/Kaban*, B. U. L. Rev. 100 (2020), 1771, 1788; ähnlich *Fisch/Hamdani/Solomon*, U. Pa. L. Rev. 168 (2019), 17, 39; *Jahnke*, Business and Politics 21 (2019), 327, 338. Siehe auch die quantitativen Analysen bei *Lewellen/Lewellen*, J. Fin. 77 (2022), 213, 228 ff. mit Abbildung 2; die Autoren weisen hier aber zugleich darauf hin, dass die Anreize der Indexfonds-Verwalter bei höheren Gebühren eben noch deutlich größer wären (a.a.O. 233).

298 Allgemein zu den besseren Mitwirkungsanreizen der Inhaber größerer Beteiligungen oben § 3 A.I.4.

schaften, in denen sie gegenüber dem Benchmark überinvestiert sind.²⁹⁹ Aufgrund der unterschiedlichen Gebührenstrukturen sind die Agenturprobleme der Vermögensverwaltung bei ihnen aber möglicherweise schwächer ausgeprägt als bei den passiven Verwaltern. Im Lichte des obigen Modells wäre der Bedeutungsgewinn passiver Verwalter daher vor allem dann problematisch, wenn große Beteiligungen der passiven Verwalter in erster Linie große Beteiligungen aktiver Verwalter ablösen, während es der Corporate Governance trotz aller Agenturprobleme grundsätzlich zuträglich wäre, wenn sich die Beteiligungen der passiven Verwalter aus vernachlässigbarem Streubesitz speisen.³⁰⁰ In den hier analysierten Daten lässt sich zumindest in den letzten zehn Jahren nicht beobachten, dass die Beteiligungen aktiver Fonds an Emittenten deutscher Auswahlindizes in gleichem Umfang abgenommen haben wie die Beteiligungen der Indexfonds zugenommen haben.³⁰¹ Auch Daten des Analysehauses Morningstar zeigen, dass Zuflüsse in passive Fonds derzeit nicht mit entsprechend hohen Abflüssen aus aktiven Fonds korrespondieren.³⁰²

Aus der Beobachtung, dass es in einer Welt ohne passive Vermögensverwalter um die Corporate Governance noch schlechter bestellt sein könnte,³⁰³ kann allerdings auch nicht automatisch gefolgert werden, dass in einer Welt mit Intermediären kein Verbesserungspotenzial mehr besteht.³⁰⁴ Es kommt nicht darauf an, ob die absoluten Stewardship-Anreize

299 Der CDAX-Datensatz weist zum 31.12.2020 insgesamt 918 Beteiligungen *einzelner* Nicht-Indexfonds (ohne Konsolidierung) von mehr als 1 % aus, gegenüber 72 solcher Beteiligungen *einzelner* Indexfonds und 215 für auf Verwalterebene konsolidierte Indexfonds (davon 94 BlackRock und 109 Vanguard).

300 So auch die zentrale Implikation des Modells von *Corum/Malenko/Malenko*, ECGI Finance Working Paper No 695/2020 (2022).

301 Siehe Abbildung 13. Dies gilt auch, wenn man die unbekanntenen Fonds als aktiv behandelt (zur Plausibilität dieser Annahme § 2 C.II.3).

302 Morningstar, U.S. Fund Flows (2021), S. 3 (17 Mrd. USD Abflüsse aus international investierenden, aktiven Aktienfonds gegenüber 142 Mrd. USD Zuflüssen für passive Fonds); Morningstar, Asset Flows Commentary: Europe (2021), S. 3 (273 Mrd. EUR Zuflüsse in aktive Aktienfonds gegenüber 144 Mrd. EUR für passive Fonds); siehe für die USA auch die Zusammenstellung bei *Bebchuk/Hirst*, B. U. L. Rev. 99 (2019), 721, 728 mit Tabelle 1.

303 Die optimistische Einstellung von *Black*, UCLA L. Rev. 39 (1991), 811, 851 gegenüber dem Prinzip „agents watching agents“ beruhte gerade auch auf dieser Überlegung („Investors weakly watching money managers who watch corporate managers is more promising than today's world, where most of the time no one watches corporate managers.“).

304 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2056.

des Vermögensverwalters größer null oder – nach welchem Maßstab auch immer – erheblich sind. Das entscheidende Kriterium zur Beurteilung des Ausmaßes des Agenturkonflikts bleibt das relative Verhältnis der realisierten Unternehmenswerte nach dem Optimum des Verwalters und dem Optimum des Anlegerkollektivs. Solange man nicht bereit ist, anzunehmen, dass sich Stewardship-Kosten nur bis zu einem gewissen, sehr niedrigen und daher auch vom Optimum der Verwalter erfassten Punkt lohnen, darüber hinaus aber auch für einen hypothetischen Direktanleger prohibitiv hoch sind, ändert das Argument „passive Verwalter haben tendenziell höhere β_f “ nichts daran, dass es einen zusätzlichen Wert erzeugen könnte, wenn Verwalter auch über ihre eigenen wirtschaftlichen Anreize hinaus Stewardship-Aktivitäten unternähmen.³⁰⁵ Dies gilt selbstverständlich auch für die aktive Verwaltung.

II. AuM-basierte Anreize

Das simple Modell des vorigen Abschnitts geht davon aus, dass der Vermögensverwalter nur dadurch auf $\alpha \times AuM_1$ Einfluss nehmen kann, dass er durch Stewardship-Aktivitäten zur Erhöhung der Unternehmenswerte der Portfoliogesellschaften beiträgt. Vermögensverwalter können ihr Gebühreneinkommen aber auch schlicht dadurch erhöhen, dass sie ihre AuM vergrößern oder drohende Verringerungen der AuM abwenden. Der nachfolgende Unterabschnitt wirft ein Schlaglicht auf einige Einflussfaktoren, die sich zumindest indirekt auf die zukünftigen AuM eines Verwalters auswirken könnten und bei denen ein zumindest mittelbarer Zusammenhang mit den Stewardship-Aktivitäten des Verwalters bestehen könnte. Konkret ist auf den Wettbewerb mit anderen Verwaltern via relative Performance (1) und vertragliche Versprechen (2) sowie auf Reputationsfragen einzugehen (3).

1. Relative Performance

Ein wichtiger Kanal, über den die AuM eines Verwalters wachsen können, ist zusätzliche Kundschaft. Entscheiden sich mehr Anleger, ihre Investitionen über einen bestimmten Verwalter zu tätigen oder investieren die

305 Siehe auch *Bebchuk/Hirst*, Arbeitspapier (2021), 42.

bisherigen Kunden weitere Mittel, erhöht sich die Bemessungsgrundlage für die Gebühren. Als wesentliches Kriterium für die Auswahl eines bestimmten Verwalters dient vielen Anlegern dabei die relative finanzielle Performance dieses Verwalters bzw. eines konkreten Fondsprodukts.³⁰⁶ Bisweilen wird vor diesem Hintergrund argumentiert, der Wettbewerb zwischen verschiedenen Vermögensverwaltern schaffe Stewardship-Anreize auch jenseits des oben skizzierten Optimierungskalküls.³⁰⁷ Wenn ein Vermögensverwalter infolge tatkräftiger und erfolgreicher Stewardship-Aktivitäten bei gleichem Risiko bessere Netto-Renditen für die Anleger realisiert als die Konkurrenz, könnten sich nämlich zukünftig mehr Anleger für die Dienstleistungen gerade dieses Verwalters entscheiden.

Diese wettbewerbsbasierten, teilweise auch als kapitalflussbasiert („flow-based“) bezeichneten Anreize werden allerdings schon im Ausgangspunkt drastisch durch eine Variante des allgemeinen Kollektivhandlungsproblems in der Corporate Governance begrenzt.³⁰⁸ Jede Stewardship-Aktivität eines Vermögensverwalters M in einer Portfoliogesellschaft f erzeugt einen positiven externen Effekt für alle anderen Aktionäre der Gesellschaft. Dazu gehören auch alle anderen Vermögensverwalter (bzw. deren Endanleger), zu deren Portfolio diese Gesellschaft gehört. Die relative Performance des Portfolios des M erhöht sich nur insoweit, als die Gesellschaft f im Portfolio des M gegenüber der Konkurrenz übergewichtet ist.³⁰⁹ Selbst für Vermögensverwalter mit aktiver Anlagestrategie werden daher oft nur in eingeschränktem Umfang spezifisch wettbewerbsbasierte Stewardship-

306 Empirische Studien haben insoweit eine konvexe „flow-to-performance“-Sensitivität dokumentiert: Gute Performance ist stärker mit Zuflüssen verbunden als schlechte mit Abflüssen; siehe etwa *Sirri/Tufano*, J. Fin. 53 (1998), 1589, 1598 ff.; *Del Guercio/Tkac*, J. Fin. Quant. Anal. 37 (2002), 523, 536 *Huang/Wei/Yan*, J. Fin. 62 (2007), 1273, 1302 f.; vgl. aber auch *Schiller/Woltering/Sebastian*, J. Econ. Fin. 44 (2020), 300, 307 ff., die mit abweichender Modellspezifikation einen linearen Zusammenhang feststellen.

307 *Fisch/Hamdani/Solomon*, U. Pa. L. Rev. 168 (2019), 17, 31 ff.; *Elbauge*, Ohio St. L. J. 82 (2021), 1, 58 ff.; *Lewellen/Lewellen*, J. Fin. 77 (2022), 213, 218 ff., dort auch mit Versuch einer empirischen Schätzung der Anreize (siehe auch Fn. 273 und zugehörigen Text und Fn. 297).

308 *Arnold*, Die Steuerung des Vorstandshandelns (2007), S. 94; allgemein dazu oben § 3 A.I.4.

309 Das Portfoliogewicht ist gegeben durch $\frac{\beta_f \times V_f}{AuM}$; da V_f für alle Verwalter gleich ist, kommt es entscheidend auf das Verhältnis von Beteiligungsquote und Portfolioumfang an. Die reine Beteiligungshöhe spielt keine Rolle. Die Notwendigkeit einer relativen Betrachtung betonen auch *Bebchuk/Cohen/Hirst*, J. Econ. Persp. 31 (2017), 89, 97 f.

Anreize bestehen.³¹⁰ Dies gilt umso mehr, als auch aktiv verwaltete Portfolios oft einen breiten Diversifikationsgrad aufweisen.³¹¹

Jedenfalls aber bei der passiven Verwaltung sollte man wettbewerbsbasierte Stewardship-Anreize nur mit größter Zurückhaltung unterstellen.³¹² Indexfondsbetreiber konkurrieren in finanzieller Hinsicht in erster Linie über Gebühren und Tracking-Error,³¹³ daneben ggf. auch über Transaktionskosten wie Handelsgebühren,³¹⁴ Liquiditätskosten³¹⁵ und Steuern.³¹⁶ Jenseits dieser Faktoren aber sind Indexfonds auf den gleichen Referenzindex unter finanziellen Gesichtspunkten nahezu perfekte Substitute. Die von einem Verwalter erzielten Stewardship-Erträge werden von den anderen Verwaltern, abgesehen von geringen Gewichtungsunterschieden im Einzelfall, nahezu vollständig internalisiert, ohne dass sie die Kosten zu

310 *Bebchuk/Cohen/Hirst*, J. Econ. Persp. 31 (2017), 89, 99; allgemein mit Blick auf Publikumsfonds *Gilson/Gordon*, Colum. L. Rev. 113 (2013), 863, 890.

311 Siehe oben § 2 C.III.2 mit Abbildung 22: Nicht unerhebliche mittlere Kappas auch bei Außerachtlassung der Beteiligungen von Indexfonds.

312 *Lund*, J. Corp. L. 43 (2018), 493, 511; *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2057; *Lambert/Sykuta*, Va. L. & Bus. Rev. 13 (2019), 213, 233; *Rock/Kahan*, B. U. L. Rev. 100 (2020), 1771, 1797; *Klöhn*, ZHR 185 (2021), 183, 192 f.; *Ringe*, EBOR 22 (2021), 87, 94; *Zetzsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage (2015), S. 893; *Winterhalder*, Indexfonds in der Corporate Governance (2022), S. 194.

313 *Lambert/Sykuta*, Va. L. & Bus. Rev. 13 (2019), 213, 233.

314 Fondsbetreiber können hierauf Einfluss nehmen, in dem sie Kooperationen mit Brokern eingehen, die ihren Kunden die jeweiligen Fonds zur vergünstigten oder gar kostenfreien Ausführung anbieten. Beispielfhaft die Bedingungen für ETF-Aktionssparpläne der Deutschen Kreditbank (DKB) aus dem Jahr 2021: „Im Aktionszeitraum (02.01.2021 bis 31.12.2021) wird für Sparplanausführungen in ausgewählten ETF-Sparplänen der Emittenten Amundi Deutschland GmbH, Lyxor International Asset Management S.A.S Deutschland und Vanguard Asset Management Limited ein Teil des Ausführungsentgelts in Höhe von 1,01 Euro direkt von unseren Aktionspartnern übernommen“; <https://www.dkb.de/privatkunden/aktion-etf-sparplaene.html>.

315 Illustrativ die Übersicht der medianen Bid/Ask-Spreads der Vanguard-ETFs, <https://advisors.vanguard.com/investments/bidaskspread>. Allgemein sind ETFs mit höheren Fondsvolumina oft liquider als kleinere. Gerade wenn Privatanleger größere Einmalanlagen tätigen (z.B. bei Bonus oder Erbschaft) oder langjährig besparte Depots auflösen, können Liquiditätskosten auch im Retail-Bereich ins Gewicht fallen. Vgl. auch *Rock/Kahan*, B. U. L. Rev. 100 (2020), 1771, 1783 mit Fn. 40.

316 Für deutsche Kleinanleger kann wegen des Sparerpauschbetrags (§ 16 Abs. 1 InvStG i.V.m. § 20 Abs. 1 Nr. 3, Abs. 9 EStG) etwa die Unterscheidung zwischen ausschüttenden und nicht ausschüttenden ETFs Bedeutung erlangen.

tragen hätten.³¹⁷ Selbst wenn Anleger erkennen könnten, dass bestimmte Verbesserungen auf Bemühungen eines bestimmten Verwalters zurückzuführen sind, hätten sie wenig Grund, gerade mit diesem Verwalter zu investieren, falls er diese Bemühungen durch höhere Gebühren finanziert.³¹⁸ Jedenfalls soweit passive Produkte denselben Index nachbilden, sind die Anreize der Verwalter, durch Stewardship-Aktivitäten attraktivere Renditen als die direkte Konkurrenz zu generieren, praktisch gleich null.³¹⁹

Performancebasierte Anreize passiver Verwalter kommen daher allenfalls insoweit in Betracht, als sie verschiedene Indizes nachbilden, die sich in der Zusammensetzung oder Gewichtung unterscheiden (z.B. MSCI Europe gegenüber Stoxx Europe 600). Ähnliches gilt im Verhältnis zu aktiven Vermögensverwaltern: Performancebasierte Anreize können nur insoweit bestehen, als es um Portfoliogesellschaften geht, bei denen die aktiven Verwalter untergewichtet sind.³²⁰ Demgegenüber stünden dann aber auch negative Anreize in Bezug auf die Portfoliogesellschaften, in denen die aktive Konkurrenz Übergewichtet ist.³²¹ Man wird ohnehin nur mit Vorsicht unterstellen können, dass Vermögensverwalter mit jedem ihrer Fondsprodukte gegen jedes andere Fondsprodukt jedes anderen Vermögensverwalters konkurrieren.³²² Indexfonds auf verschiedene Indizes sind aus Anlegersicht nicht notwendigerweise perfekte Substitute, selbst wenn sie eine gewisse Schnittmenge haben (etwa DAX versus EuroStoxx 50). Nicht völlig plausibel scheint auch die Vorstellung, dass sich grundlegende Präferenzen der Anleger wie solche für aktive oder passive Anlagestrategien durch marginale, stewardship-bedingte Performanceunterschiede verrücken ließen.³²³

317 So bereits *Rock*, *Geo. L. J.* 79 (1990), 445, 473 f.

318 *Bebchuk/Cohen/Hirst*, *J. Econ. Persp.* 31 (2017), 89, 98.

319 *Bebchuk/Hirst*, *Colum. L. Rev.* 119 (2019), 2029, 2057 („precisely zero additional incentive“); *Barzuza/Curtis/Webber*, *Southern Cal. L. Rev.* 93 (2020), 1243, 1259.

320 Optimistischer, aber ohne ausreichende Rücksicht auf das Trittbrettfahrerproblem *Elhauge*, *Ohio St. L. J.* 82 (2021), 1, 58 ff.

321 *Bebchuk/Cohen/Hirst*, *J. Econ. Persp.* 31 (2017), 89, 99; *Bebchuk/Hirst*, *Arbeitspapier* (2021), 41 f.

322 So aber *Fisch/Hamdani/Solomon*, *U. Pa. L. Rev.* 168 (2019), 17, 32; *Elhauge*, *Ohio St. L. J.* 82 (2021), 1, 58 f.; ebenso bereits *Black*, *UCLA L. Rev.* 39 (1991), 811, 879 f.

323 *Fisch/Hamdani/Solomon*, *U. Pa. L. Rev.* 168 (2019), 17, 32 (mit Fn. 75 i.V.m. 26) verweisen auf eine Studie von *Cremers/Ferreira/Matos/Starks*, *J. Fin. Econ.* 120 (2016), 539, die das Ausmaß des Wettbewerbs zwischen aktiven und passiven Fonds untersucht. Eines der wesentlichen Ergebnisse der Studie ist aber, dass die größere Verbreitung von kostengünstigen Indexfonds mit geringeren Ge-

Die vorstehenden Erwägungen sind mit dem Caveat zu versehen, dass ihnen kein vollständiges Modell des Marktes der Vermögensverwaltung zugrunde liegt. Sie modellieren insbesondere keine strategische Interaktion der Vermögensverwalter einerseits und der Anleger andererseits, aus der sich im Gleichgewicht ggf. positive Auswirkungen auf die Stewardship-Anreize der passiven Verwalter ergeben könnten. Es ist aber nicht offensichtlich, wieso sich die Anreizlage durch derartige Gleichgewichtseffekte drastisch ändern sollte, solange das Agenturproblem in der Vermögensverwaltung auf der einen und das Kollektivhandlungsproblem in der Corporate Governance auf der anderen Seite fortbestehen.

Zwei jüngere wirtschaftswissenschaftliche Arbeitspapiere haben zwar theoretische Modelle entwickelt, laut derer auch passive Vermögensverwalter wettbewerbsbasierte Stewardship-Anreize haben können. Eines dieser Modelle klammert allerdings im Ausgangspunkt sämtliche Prinzipal-Agent-Konflikte aus, indem es die Annahme trifft, dass Vermögensverwalter stets im besten Interesse der Endanleger handeln.³²⁴ Ein weiteres Modell berücksichtigt zumindest den Agenturkonflikt, indem es annimmt, dass die Vermögensverwalter ihren eigenen Nutzen maximieren.³²⁵ Jenes Modell ist allerdings in einer höchst idealisierten Welt angesiedelt, in der Endanleger ihr Vermögen ausschließlich über Vermögensverwalter am Kapitalmarkt investieren können.³²⁶ Es eignet sich daher nicht für einen Vergleich der Anreize des Vermögensverwalters mit denen eines hypothetischen Direktanlegers. Trotz des aus Sicht der Endanleger stark vereinfachten Anlageuniversums behandelt das Modell die Anleger im Übrigen aber als streng rational agierende spieltheoretische Akteure, die nicht nur die Anlageform mit der höchsten Rendite bevorzugen, sondern bei den

bühren auch für aktive Fonds verbunden ist (a.a.O. 550 f. mit Tabelle 5). Dieses Resultat unterstreicht gerade die These, dass Fonds im Wesentlichen über Gebühren konkurrieren, und nährt eher die Sorge, dass ein etwaiger Wettbewerb zwischen passiven und aktiven Fonds seinerseits negative Auswirkungen auch auf das Stewardship-Niveau der aktiv verwalteten Fonds haben könnte.

- 324 Vgl. *Friedman/Mahieux*, SSRN 3730578 (2021), 10 („[W]e abstract away from agency conflicts between each fund’s managers and investors. Thus, each fund manager acts in the best interests of the fund’s investors once investors have invested in that fund.“). Zur Rechtfertigung ihrer Annahme nehmen die Autoren auf ein Modell von *Gårleanu/Pedersen*, *Rev. Asset Pricing Stud.* 12 (2022), 389 Bezug. Das Erkenntnisinteresse jener Arbeit liegt aber im Bereich des Asset Pricing und nicht im Bereich der Corporate Governance.
- 325 *Corum/Malenko/Malenko*, ECGI Finance Working Paper No 695/2020 (2022), 13 ff.
- 326 *Corum/Malenko/Malenko*, ECGI Finance Working Paper No 695/2020 (2022), 9.

Verhandlungen der Vergütung ihres Vermögensverwalters sogar die Implikationen für die Stewardship-Anreize der anderen Vermögensverwalter korrekt vorhersehen und berücksichtigen.³²⁷ Ob sich auf Grundlage eines derartigen Modellansatzes im konkreten Kontext zuverlässigere Vorhersagen über das Stewardship-Verhalten von Vermögensverwaltern gewinnen lassen als mittels simpler Agenturmodelle oder intuitiv motivierter Überlegungen, sei hier dahingestellt. Die zentrale Implikation des Modells dürfte nach dem bisher Gesagten jedenfalls wenig überraschen: Selbst passive Verwalter sind der Corporate Governance prinzipiell zuträglich, soweit sie private Sparer ersetzen, während das „crowding out“ aktiver Verwalter durch passive Verwalter unter Governance-Gesichtspunkten problematisch scheint.³²⁸

2. Vertragliche Regelung

Ein weiterer Einwand gegen das skizzierte Agenturmodell könnte auf die Frage abzielen, weshalb die Anleger den Vermögensverwalter nicht einfach dafür bezahlen, dass er umfangreichere Stewardship-Aktivitäten in ihrem Interesse unternimmt. Angesichts möglichen Wettbewerbsdrucks dürfte es für Vermögensverwalter zumindest mittel- bis langfristig schwierig sein, sich solchen Arrangements von vornherein zu verschließen, ohne AuM gegenüber der Konkurrenz einzubüßen: Soweit eine entsprechende Nachfrage besteht, sollten sich Verwaltungsmodelle durchsetzen, die – gegen entsprechenden Aufpreis – den Stewardship-Wünschen der Endanleger Rechnung tragen.

Im Grunde ist dieser Einwand nur ein anderer Blickwinkel auf die kapitalflussbasierten Anreize aus dem vorigen Unterabschnitt. Entsprechend besteht das gleiche Problem: Wenn die Kunden eines bestimmten Verwalters diesen für Stewardship-Aktivitäten gesondert kompensieren, profitieren hiervon auch die Kunden der übrigen Verwalter. Ein rein finanziell denkender Endanleger könnte daher schlicht mit dem günstigsten Vermögensverwalter investieren und die Stewardship-Arbeit den anderen, teureren Verwaltern überlassen. Handeln alle Anleger nach dieser Maxime, ist am Ende keiner bereit, die „Extra-Gebühren“ für Stewardship-Akti-

327 *Corum/Malenko/Malenko*, ECGI Finance Working Paper No 695/2020 (2022), 16 ff.

328 *Corum/Malenko/Malenko*, ECGI Finance Working Paper No 695/2020 (2022), 23 ff.

vitäten zu zahlen.³²⁹ Gleichwohl könnten die Endanleger im Kollektiv profitieren, wenn sie – über höhere Gebühren bei allen Verwaltern – einen Beitrag zur Finanzierung der Stewardship-Aktivitäten leisten würden. Das Koordinationsproblem der passiven Anleger ähnelt insoweit dem allgemeinen Koordinationsproblem der Aktionäre im Fall ohne Intermediation.

Selbst wenn Vermögensverwalter mit ihren Kunden eine besondere Vereinbarung schlössen, in der sie sich gegen Gebühr oder gleichsam selbstlos zu mehr Stewardship verpflichteten, könnten ferner bestimmte Agenturkonflikte fortbestehen, namentlich mit Blick auf eine asymmetrische Informationslage im Hinblick auf Umfang und Ernsthaftigkeit der Stewardship-Aktivitäten.³³⁰ Zudem ist es für die Anleger möglicherweise schwierig zu beurteilen, ob eine Erhöhung bestimmter Unternehmenswerte oder des Portfoliowerts auf die Stewardship-Aktivitäten eines bestimmten Verwalters oder diejenigen anderer Verwalter zurückführen ist oder ob es sich um stewardship-unabhängige Wertentwicklungen handelt. Außerdem ist die Investitionskette nicht selten komplizierter als im hier skizzierten Modell: Der Kunde etwa kann seinerseits wiederum ein institutioneller Investor sein (z.B. ein Versicherer oder Pensionsfonds), der funktional ebenfalls als Vermögensverwalter agiert und ähnlichen Agenturkonflikten unterliegt wie der nachgelagerte Verwalter.

3. Reputation

Neben rein finanziellen Gesichtspunkten könnte der Zufluss an AuM auch von immateriellen Faktoren abhängen.³³¹ Namentlich könnte im Rahmen der Entscheidung von Anlegern, mit einem bestimmten Vermögensverwalter zu investieren, auch die Reputation dieses Verwalters eine Rolle spielen. Vermögensverwalter könnten daher auch unter dem Aspekt der „Markenbildung“ daran interessiert sein, als verantwortungsvolle Intermediäre wahrgenommen zu werden,³³² nicht zuletzt vielleicht sogar mit

329 *Bebchuk/Cohen/Hirst*, J. Econ. Persp. 31 (2017), 89, 98; *Lund*, J. Corp. L. 43 (2018), 493, 512.

330 Vgl. auch *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2073. Ausführlich zur Bedeutung von Stewardship-Transparenz noch unten § 5 A.I.

331 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2072; *Gomtsian*, J. Corp. L. 45 (2019), 659, 680.

332 Vgl. *Fisch/Hamdani/Solomon*, U. Pa. L. Rev. 168 (2019), 17, 36; *Rock/Kahan*, B. U. L. Rev. 100 (2020), 1771, 1797; speziell mit Blick auf die Präferenzen der

dem Ziel, nachteilige Regulierung zu vermeiden.³³³ Der Anreiz, der sich hieraus für die Vermögensverwalter ergibt, ist aber nicht per se, tatsächlich aktiv in der Corporate Governance der Portfoliogesellschaften mitzuwirken, sondern in erster Linie, den Anlegern und der Öffentlichkeit das Bild eines mitwirkungskräftigen Stewards zu vermitteln.³³⁴

Reputationsargumente lassen sich ferner auch problemlos in die andere Richtung wenden, möglicherweise sogar mit stärkerem Gewicht. Brächten sich Vermögensverwalter besonders ausgreifend in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften ein, könnte sich dies auch negativ auf ihre Reputation in den Augen verschiedener Teile der Öffentlichkeit auswirken.³³⁵ Würden die großen Vermögensverwalter die ihnen anvertraute Aktionärsmacht vollumfänglich ausüben, müssten sie möglicherweise damit rechnen, zunehmend als regulierungsbedürftige Bedrohung wahrgenommen zu werden. Dies gilt insbesondere in einer Welt, in der ein erheblicher Teil der Öffentlichkeit das Finanzsystem und große institutionelle Investoren – egal ob zu Recht oder zu Unrecht – tendenziell mit Skepsis betrachtet.³³⁶ Schon heute kursieren rechtspolitische Vorschläge zur Eindämmung der Macht der Vermögensverwalter, die bis hin zu einschneidenden Beteiligungsobergrenzen für größere Investorengruppen reichen.³³⁷ Ein „regulatory backlash“ könnte mittel- bis langfristig zu einer Verringerung oder zumindest Stagnation der AuM führen und die Compliance-Kosten im Vergleich zu kleineren Verwaltern erhöhen.³³⁸ Von beachtlicher Bedeutung sind in diesem Zusammenhang auch die In-

jüngeren Generation *Barzuza/Curtis/Webber*, Southern Cal. L. Rev. 93 (2020), 1243, 1303 ff.

333 Speziell mit Blick auf die politische (In-)Akzeptanz fehlender Mitwirkung *Enriques/Romano*, U. Ill. L. Rev. 2019 (2019), 223, 235; *Schwartz*, University of Utah College of Law Research Paper No 441 (2021), 28 f.

334 Vgl. *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2073; *Klöbn*, ZHR 185 (2021), 183, 196; speziell mit Blick auf Nachhaltigkeitsbelange *Christie*, UC Davis L. Rev. 55 (2021), 875, 907 ff. („rational hypocrisy“).

335 Ausführlich *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2066 ff., 2073 f.; siehe auch *Morley*, Southern Cal. L. Rev. 92 (2018), 1407, 1442 f.

336 Beispielhaft etwa Arte-Dokumentation v. 17.9.2019 zum Thema „BlackRock – Die unheimliche Macht eines Finanzkonzerns“ und BT-Drs. 19/7190 (Antwort auf Anfrage der Fraktion Die LINKE zum Thema „Die Rolle von BlackRock in der deutschen Politik und Wirtschaft“). Die Sorge, dass BlackRock und andere große Vermögensverwalter in ihrer Rolle als Intermediäre zu wenig Einfluss im Interesse ihrer Endanleger – bei passiver Verwaltung am Ende der Intermediationskette meist private Sparer – nehmen, steht dabei selten im Vordergrund.

337 Siehe unten § 5 C.III.

338 Vgl. *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2066 ff.

teressen der Unternehmensführungen der Portfoliogesellschaften, die sich eine übermäßige Einmischung der institutionellen Investoren verbitten könnten und nicht selten über erheblichen Lobby-Einfluss verfügen.³³⁹ Jegliche Interventionen in Portfoliogesellschaften sind zudem Wasser auf die Mühlen derjenigen Kritiker, die in Common Ownership-Strukturen eine maßgebliche Gefahr für den Wettbewerb erblicken.³⁴⁰

Derartige „politische Risiken“ sind dem Grunde nach zwar kein Spezifikum der passiven Verwaltung.³⁴¹ Aufgrund der besonders niedrigen Gebühren könnten sie im Kalkül der passiven Verwalter aber eine wichtigere Rolle spielen als bei anderen Verwaltern: Die aus ihrer Sicht unerwünschten negativen indirekten Folgen allzu umfangreicher Stewardship-Aktivitäten müssten die Verwalter möglicherweise vollständig oder doch zu einem großen Teil selbst tragen, gerade wenn sie große und kleine Verwalter in unterschiedlichem Ausmaß trafen und die Kosten daher nicht vollständig auf die Kunden übergewälzt werden könnten. Die Opportunitätskosten der Zurückhaltung – in Gestalt ausbleibender Stewardship-Erträge – internalisieren passive Verwalter hingegen in (noch) geringerem Umfang als aktive Verwalter. Im Kalkül passiver Verwalter könnte Erwägungen zur strategischen Zurückhaltung daher größeres Gewicht zukommen als im Kalkül aktiver Verwalter.

III. Zielfunktion des Verwalters

Die im Rahmen der Analyse in Unterabschnitt I unterstellte Zielfunktion des Verwalters beruht auf zahlreichen nicht ganz unproblematischen An-

339 Vgl. *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2067 ff., u.a. mit Verweis auf die Debatten über feindliche Übernahmen in den 1980er und 1990er Jahren in den USA. Siehe ferner unten § 3 B.IV.1 zur Regulierung der Stimmrechtsberater und § 4 A.II zu Anti-ESG-Maßnahmen des DOL der Trump-Administration.

340 Ähnlich *Gordon*, ECGI Law Working Paper No 566/2021 (2022), 21. Näher zur wettbewerblichen Common Ownership-Problematik unten § 3 D. Die praktische Relevanz dieser Überlegung wird anekdotisch dadurch illustriert, dass die BlackRock-Gruppe die Common Ownership-Debatte in ihren Jahresfinanzberichten inzwischen mit einem eigenen Absatz bedenkt, und zwar unter der Rubrik „legal, regulatory and reputational risks“; siehe BlackRock, 2020 Annual Report (2021), Form 10-K S. 33.

341 Allgemein zur „fear of regulation“ als Treiber der Zurückhaltung institutioneller Investoren in der Corporate Governance etwa *Roe*, Colum. L. Rev. 91 (1991), 10, 27 f.

nahmen: Stewardship-Aktivitäten eines Verwalters in einer Portfoliogesellschaft können den Gewinn des Verwalters nur durch Änderungen des Unternehmenswerts der jeweiligen Gesellschaften beeinflussen. Der Verwalter betreibt zudem nur das kollektive Verwaltungsgeschäft, sein Gewinn hängt allein von den AuM, den Gebühren und den Beteiligungshöhen ab. Auch stellt es schon im Ausgangspunkt eine Annahme dar, dass der Verwalter überhaupt seinen eigenen Nettoertrag optimieren will. Die nachfolgende Diskussion hinterfragt diese Annahmen und beleuchtet, ob ihre Lockerung die Stewardship-Anreize der Verwalter in einem günstigeren oder schlechteren Licht erscheinen lässt. Konkret ist auf die Unterscheidung zwischen firmenspezifischer und portfolioweiter Wertmaximierung (1), auf die Fernwirkungen etwaiger anderer Geschäftstätigkeiten des Verwalters (2) sowie auf das unterstellte Ziel der Eigengewinnmaximierung durch den Verwalter einzugehen (3).

1. Portfolioperspektive

Die obige Analyse geht davon aus, dass die Stewardship-Aktivitäten des Vermögensverwalters in der Gesellschaft f allein Auswirkungen auf den Wert dieser Gesellschaft haben. Damit wird implizit unterstellt, dass das Verhalten einer Portfoliogesellschaft f keine externen Effekte für andere Portfoliogesellschaften verursacht. Lässt man solche Externalitäten zu, verschiebt sich die Interessenlage der diversifizierten Anleger: Soweit die Aktionäre der Gesellschaft f auch an der Gesellschaft g beteiligt sind, internalisieren sie die wechselseitigen externen Effekte des Verhaltens beider Gesellschaften.³⁴² Damit liegt es grundsätzlich in ihrem Interesse, negative Intra-Portfolio-Externalitäten zu vermeiden und positive zu fördern. Die Besonderheiten, die sich aus dieser Interessenlage ergeben, seien vorliegend allgemein als „Portfolioperspektive“³⁴³ bezeichnet. Diese Perspektive ist im Kontext passiver Vermögensverwaltung deshalb von besonderer

342 Mit dieser Beobachtung bereits *Gordon*, NBER Working Paper No 3303 (1990), 1 f.; *Hansen/Lott*, J. Fin. Quant. Anal. 31 (1996), 43, 44; *Kraus/Rubin*, J. Fin. Intermediation 19 (2010), 439, 440.

343 Vgl. auch *Weber/Kebekus*, ZHR 184 (2020), 324, 326 („Portfoliointeresse“); für netzwerktheoretische Sicht, aber ebenfalls unter Blickwinkel der Portfoliowertmaximierung *Romano*, Yale J. Reg. 38 (2021), 363, 382 ff. und daran anknüpfend *Enriques/Romano*, Arizona L. Rev. 64 (2022), 51.

Bedeutung, weil die Anlagestrategie von vornherein auf möglichst breite Diversifikation angelegt ist.³⁴⁴

In Anlehnung an die kapitalmarkttheoretische Unterscheidung zwischen „idiosynkratischen“ Risiken, die durch Diversifikation eliminiert werden können, und „systematischen“ Risiken, die auch bei bestmöglicher Diversifikation verbleiben,³⁴⁵ ist in der jüngeren Literatur auch von „systematic stewardship“ die Rede.³⁴⁶ Dabei wird behauptet, dass das Mitwirkungsverhalten diversifizierter Aktionäre sinnvollerweise ausschließlich oder hauptsächlich auf die Reduktion „systematischer Risiken“ abzielen könne.³⁴⁷ Bei diesem Analyseansatz gerät allerdings aus dem Blick, dass die durch Stewardship-Aktivitäten erzielbaren Verbesserungen der Unternehmenswerte ΔV_f über zwei unterschiedliche Kanäle vermittelt werden können. Die grundlegende Gleichung der Unternehmensbewertung hat einen Zähler und einen Nenner. Im Zähler stehen die Erwartungswerte künftiger Zahlungsströme, im Nenner ein Diskontfaktor. Die moderne Kapitalmarkttheorie interessiert sich vor allem für die Diskontfaktoren – hier spielt die Unterscheidung zwischen bewertungsrelevanten „systematischen“ Risiken und nicht bewertungsrelevanten „idiosynkratischen“ Risiken eine zentrale Rolle. Ob und wie sich Externalitätsprobleme überhaupt auf Diskontfaktoren auswirken können, bedarf dabei im Einzelnen oft genauerer Betrachtung.³⁴⁸ Die meisten Interventionen, die auf eine Internalisierung von Intra-Portfolio-Externalitäten abzielen, dürften hingegen regelmäßig jedenfalls auch für die Erwartungswerte im Zähler der Bewertungsgleichung relevant sein.³⁴⁹ Nicht jede Verbesserung der zukünftigen Zahlungsströme einer Portfoliogesellschaft muss dabei zwangsläufig auf

344 Treffend die tabellarische Zusammenfassung bei *Enriques/Romano*, Arizona L. Rev. 64 (2022), 51, 64.

345 Etwa im bekannten Capital Asset Pricing Model (CAPM) nach *Sharpe*, J. Fin. 19 (1964), 425 und *Lintner*, Rev. Econ. Stat. 47 (1965), 13, welches maßgeblich auf *Markowitz'* „portfolio selection“-Modell aufbaut. Die Irrelevanz idiosynkratischer Risiken für die Ermittlung von Diskontfaktoren ist allerdings kein Spezifikum des CAPM, sondern lässt sich auch aus allgemeineren Grundsätzen ableiten, vgl. *Cochrane*, Asset Pricing (2005), S. 15 f.

346 *Gordon*, ECGI Law Working Paper No 566/2021 (2022); mit ähnlichem Blickwinkel auch *Coffee*, Colum. Bus. L. Rev. 2021, 602 und *Coffee*, Brooklyn J. Corp. Fin. & Com. L. 16 (2021), 45.

347 *Gordon*, ECGI Law Working Paper No 566/2021 (2022). 1.

348 Am Beispiel von Klimarisiken *Steuer/Tröger*, J. Fin. Reg. 8 (2022), 1, 19 ff.

349 So auch das Beispiel bei *Gordon*, ECGI Law Working Paper No 566/2021 (2022), 11 f. mit Fn. 27.

Kosten einer anderen Gesellschaft gehen.³⁵⁰ Weshalb Vermögensverwalter sich nur insoweit für Intra-Portfolio-Externalitäten interessieren sollten, als diese für die Diskontfaktoren relevant sind, liegt keineswegs auf der Hand.

Die Beispiele für Anwendungsfälle der Portfolioperspektive sind vielfältig – die Literatur zu diesem Themenkomplex ist in den vergangenen Jahren förmlich explodiert.³⁵¹ So wird etwa geltend gemacht, große passive Vermögensverwalter hätten erhebliche Anreize, auf eine Reduktion der Treibhausgasemissionen ihrer Portfoliogesellschaften hinzuwirken, da die nachteiligen Auswirkungen des Klimawandels sich mittel- bis langfristig im gesamten Portfolio niederschlagen drohen.³⁵² Im Zuge der Covid19-Krise wurde erwogen, dass diversifizierte Investoren bereit sein könnten, im Interesse einer schnellen Beruhigung der gesamtwirtschaftlichen Lage erhebliche Verluste in einzelnen Portfoliogesellschaften (z.B. potentielle Impfstoffproduzenten) in Kauf zu nehmen.³⁵³ Ähnliche Argumente lassen sich für andere makroökonomische Gefahrenlagen wie die Finanz- oder Sozialstabilität formulieren.³⁵⁴ Auch wurde vorgeschlagen, dass die Portfolioperspektive der Compliance in regulierten Industrien zuträglich sein könnte,³⁵⁵ die Genauigkeit der Vorhersagen von Finanzanalysten verbes-

350 Mit dieser Prämisse aber *Gordon*, ECGI Law Working Paper No 566/2021 (2022), 7 f. mit Fn. 18.

351 Über die im Folgenden Genannten hinaus etwa *Durrani*, *Essays in Empirical Corporate Finance and Institutional Ownership* (2020), S. 1 ff. (zu Insolvenzverfahren); *Watrin/Thomsen/Brune*, FR 2017, 1029 und *Chaim*, SSRN (2021) (jeweils zu Steuervermeidungsstrategien); *Dai/Qiu*, *Rev. Corp. Fin. Stud.* 10 (2021), 551 und *Cheng/Wang/Wang*, *J. Bank. & Fin.* 136 (2022), 106218 (jeweils zur Corporate Social Responsibility); *Ramalingegowda/Utke/Yu*, *Cont. Acc. Res.* 38 (2021), 208 (zur Accounting-Qualität); *Li/Ni/Yeung/Yin*, SSRN 3871539 (2022) (zu Spillover-Effekten bei Kursstürzen im Aktienmarkt).

352 Ausführlich *Condon*, *Wash. L. Rev.* 95 (2020), 1; unter dem Blickwinkel der ESG-Transparenz *Coffee*, *Colum. Bus. L. Rev.* 2021, 602, 619 f.; ferner *Gordon*, ECGI Law Working Paper No 566/2021 (2022), 28 ff. und passim; grundlegende Kritik der optimistischen Sichtweise auf Indexfonds als potentielle Klimaschützer bei *Tallarita*, *Harvard Law School Program on Corporate Governance Working Paper 2022–7* (2022); zurückhaltend auch *Kaban/Rock*, *NYU Law and Economics Research Paper No 22–01* (2022); ebenfalls skeptisch *Dharmapala/Khanna*, ECGI Law Working Paper No 603/2021 (2021), 15 f. mit Abbildung 2, die zu bedenken geben, dass es sich bei vielen der weltweit größten Firmen im Automobil-, Energie- und Technologiesektor um kontrollierte Unternehmen handelt.

353 *Enriques/Romano*, *Arizona L. Rev.* 64 (2022), 51, 86 f.

354 *Gordon*, ECGI Law Working Paper No 566/2021 (2022), 30 ff.

355 *Eckstein*, *Iowa L. Rev.* 105 (2019), 507.

sern könnte³⁵⁶ oder zum Abbau von Informationsasymmetrien bei der Vergabe von Unternehmensgroßkrediten beitragen könnte.³⁵⁷

Diesen aus einer Wohlfahrtsperspektive prinzipiell wünschenswerten Ausprägungen der Portfolioperspektive stehen allerdings auch zahlreiche Schattenseiten gegenüber. Deutlich wird dies vor allem dort, wo Portfoliogesellschaften miteinander im Wettbewerb stehen. Auch hier geht es in der Sache um die Internalisierung von Intra-Portfolio-Externalitäten, nämlich der volkswirtschaftlich wünschenswerten externen Effekte, die wettbewerbsorientiertes Verhalten eines Unternehmens für die Ertragsaussichten seiner Wettbewerber hat.³⁵⁸ Besonders kontrovers werden in der Industrieökonomie derzeit die Implikationen der Portfolioperspektive für den Produktmarktwettbewerb diskutiert.³⁵⁹ Auf die Verbindungslinien und Brüche zwischen diesem Forschungszweig und der Stewardship-Debatte wird unten noch ausführlicher eingegangen (D). Daneben könnte sich die Portfolioperspektive potentiell aber auch mit Blick auf den Arbeitsmarkt³⁶⁰, Vergabeverfahren³⁶¹ oder vertikale Verflechtungen³⁶² manifestieren.³⁶³ Dringt man ausreichend tief in die Komplexitäten realökonomi-

356 *Cheng/Luo/Zhang*, Eur. Acc. Rev. __ (2022), __.

357 *He/Liang/Wang/Xia*, SSRN 3486597 (2021).

358 Dass sich auch die wettbewerblichen Auswirkungen von Common Ownership auf ein Externalitätenproblem zurückführen lassen, zeigt sich nicht zuletzt in den Modellen, mit denen solche Effekte motiviert werden können (dazu unten § 3 D.I und § 3 D.III.1); allgemein zum Wettbewerb als Koordinationsproblem etwa *Olson*, *The Logic of Collective Action* (1971), S. 9 ff.

359 Neben der prominenten Studie zum US-Luftfahrtsektor von *Azar/Schmalz/Tecu*, *J. Fin.* 73 (2018), 1513 aus US-Sicht etwa *Torshizi/Clapp*, *Antitrust Bulletin* 66 (2021), 39 (Saatgutindustrie); *Azar/Raina/Schmalz*, *Fin. Mgmt.* 51 (2022), 227 (Bankensektor); aus europäischer Sicht etwa *Gibbon/Schain*, *DICE Discussion Paper No 340* (2021) (fertigende Industrien); *JRC*, *Common shareholding in Europe*, EUR 30312 EN (2020), 167 ff. (Getränkehersteller). Siehe ferner die Nachweise unten Fn. 573 ff.

360 Dazu etwa *Goshen/Levit*, SSRN 3832069 (2021); *Steinbaum*, *Antitrust Bulletin* 66 (2021), 123.

361 Dazu etwa *Asai/Charoenwong*, SSRN 3298152 (2022).

362 Allgemein dazu etwa *Unbekannter Autor*, *Harv. L. Rev.* 133 (2019), 665 (Vertikalverflechtungen im Allgemeinen); speziell zu Hold-up-Problemen in Lieferketten *Freeman*, *Kelley School of Business Research Paper No 16–84* (2022).

363 Ebenfalls aus dem Wettbewerbskontext weiterhin *Nili*, *Nw. U. L. Rev.* 114 (2019), 1179; *Nili*, *J. Comp. L. & Econ.* 18 (2022), 5; *Azar*, *J. Comp. L. & Econ.* 18 (2022), 75 (jeweils zu personellen Verflechtungen der Leitungsorgane); *Lu/Shen/Wang/Zhang*, *Management Science* 68 (2022), 4645 (zum Werbeverhalten); *Harford/Jenter/Li*, *J. Fin. Econ.* 99 (2011), 27; *Brooks/Chen/Zeng*, *J. Corp. Fin.* 48 (2018), 187; *Antón/Azar/Gine/Lin*, *J. Fin. Econ.* 144 (2022), 44 (jeweils zu

scher Geschäftstätigkeiten ein, lassen sich zahlreiche weitere Ansatzpunkte für anrühige Einflussnahmen der gemeinsamen Eigentümer finden, etwa im Zusammenhang mit der Vergabe von Ratings³⁶⁴ an Portfoliogesellschaften oder der Medienberichterstattung über sie.³⁶⁵ Je mehr verschiedene unterschiedliche Ausprägungen der Portfolioperspektive und je mehr Akteure und Verflechtungen man berücksichtigt, desto komplizierter wird die Analyse und desto schwieriger wird es, aussagekräftige theoretische Vorhersagen über ihre Auswirkungen zu treffen.³⁶⁶ Die Portfolioperspektive beschränkt sich bei alledem auch nicht auf die Welt der Aktienmärkte, sondern taucht etwa auch im Kontext von Fremdkapitalfinanzierungen³⁶⁷ und im Venture-Capital-Bereich³⁶⁸ auf.

Auch wenn es im Schrifttum gelegentlich so anklingt,³⁶⁹ stellt die Portfolioperspektive allerdings keinen grundlegenden „Einwand“ gegen pessimistische Analysen der Agenturprobleme bei der passiven Verwaltung dar.³⁷⁰ Sie hebt den Prinzipal-Agent-Konflikt zwischen Verwalter und Endanleger keineswegs auf. Die Portfolioperspektive stellt die Modellannahme, dass der Verwalter prinzipiell auf die Maximierung seines eigenen Nettoertrags bedacht sein wird, nicht grundlegend in Frage und sie schafft keinen eigenständigen Stewardship-Anreiz zusätzlich zu vergütungs- und etwaigen kapitalflussbasierten Anreizen. Die Portfolioperspektive kann zwar das durch die Stewardship-Aktivitäten realisierbare ΔAuM beeinflus-

Unternehmensfusionen); *Park/Sani/Sbroff/White*, J. Acc. Econ. 67 (2019), 387 (zur Offenlegung von Unternehmensinformationen).

364 *Kedia/Rajgopal/Zhou*, J. Fin. Econ. 124 (2017), 632 (zu Kreditratings); *Tang/Yan/Yao*, SSRN 3889395 (2022) (zu ESG-Ratings).

365 *He/Xia/Zhao*, SSRN 3584740 (2021).

366 Illustrativ das allgemeine Gleichgewichtsmodell von *Azar/Vives*, *Econometrica* 89 (2021), 999.

367 *Bodnaruk/Rossi*, J. Fin. Econ. 120 (2016), 58 (zur Wechselwirkung von Aktienbeteiligung und Anleihenbesitz im Zusammenhang mit Fusionen); *Keswani/Tran/Volpin*, J. Fin. Quant. Anal. 56 (2020), 2103 (zum Stimmrechtsverhalten von Aktienfonds-Verwaltern, die zugleich Anleihefonds verwalten); *Saidi/Streit*, *Rev. Fin. Stud.* 34 (2021), 4999 (zu den Produktmarktimplikationen indirekter Verflechtungen über große Kreditgeber).

368 *González-Uribe*, J. Fin. Econ. 135 (2020), 144 (zum Innovationstransfer); *Li/Liu/Taylor*, SSRN 3479439 (2022) (zu Markteintritt und -austritt von Startups im Pharmasektor).

369 In diese Richtung etwa *Condon*, *Wash. L. Rev.* 95 (2020), 1, 60 ff.; *Christie*, *UC Davis L. Rev.* 55 (2021), 875, 902 ff.

370 So auch *Enriques/Romano*, *Arizona L. Rev.* 64 (2022), 51, 63; siehe ferner *Tallari-ta*, *Harvard Law School Program on Corporate Governance Working Paper* 2022–7 (2022), 15 mit Fn. 60.

sen. Sie ändert aber nichts daran, dass der Vermögensverwalter die durch seine Stewardship-Aktivitäten erzeugten Intra-Portfolio-Externalitäten nur in geringerem Umfang internalisiert als die Endanleger.

Im oben notierten Modell würden sich Stewardship-Aktivitäten in einer Portfoliogesellschaft f nicht allein auf deren Wert V_f auswirken, sondern auch auf den Wert anderer Portfoliogesellschaften. Die optimalen Stewardship-Kosten unter der Portfolioperspektive können dabei theoretisch höher oder niedriger als bei unternehmensspezifischer Betrachtung ausfallen, je nachdem, ob der Nettoertrag der Stewardship-Aktivitäten in der jeweiligen Portfoliogesellschaft für den Rest des Portfolios positiv oder negativ ist. Zudem muss das Optimierungskalkül aufgrund der Interdependenzen die Stewardship-Kosten in allen Portfoliogesellschaften gleichzeitig betrachten. Die Portfolioperspektive erhöht unabhängig hiervon aber das realisierbare ΔAuM genau im gleichen Maß für den Vermögensverwalter wie für einen hypothetischen Direktanleger. Das grundlegende Problem der nur teilweisen Internalisierung von Stewardship-Erträgen besteht damit unverändert fort. Dasselbe gilt für die Koordinationsprobleme, die sich daraus ergeben, dass etwaige Stewardship-Erträge auch von konkurrierenden passiven Verwaltern internalisiert werden.

2. Geschäftsbeziehungen

Das simple Modell oben geht davon aus, dass der Verwalter strikt seinen aus dem Vermögensverwaltungsgeschäft fließenden Gewinn maximieren will. Auch diese Annahme ist nicht ganz unproblematisch, da der Verwalter daneben auch noch andere Interessen verfolgen könnte, die mit dem Stewardship-Kalkül konfliktieren. Besonders offensichtlich sind solche Interessenkonflikte, wenn ein Verwalter in anderem Zusammenhang als Dienstleister für eine Portfoliogesellschaft agiert. Gerade in den USA unterhalten die großen, passiven Vermögensverwalter im Rahmen der betrieblichen Altersvorsorge oft nicht ganz unerhebliche Geschäftsbeziehungen zu großen, börsennotierten Gesellschaften.³⁷¹ Im europäischen Raum sind die großen Verwalter oft Teil von Finanzkonglomeraten, die zugleich

371 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2062; *Morley*, Southern Cal. L. Rev. 92 (2018), 1407, 1437.

Kreditgeber von Portfoliogesellschaften sein können oder sie im Rahmen von M&A- und Kapitalmarkttransaktionen beraten können.³⁷²

Diese Interessenkonflikte können sich einerseits in konkreten Einzelfallsituation niederschlagen. Ein lehrreiches Beispiel hierfür liefert ein berüchtigter Fall, der sich Anfang 2001 zwischen der Deutschen Bank und Hewlett Packard (HP) abspielte.³⁷³ Das Proxy-Komitee der damaligen US-amerikanischen Tochtergesellschaft der heutigen DWS hatte hier zunächst entschieden, eine von HP geplante Verschmelzung nicht mit den Stimmrechten aus den von ihr verwalteten HP-Aktien zu unterstützen. Die entsprechenden Proxy-Karten waren HP bereits zugefaxt worden. Das Top-Management von HP beschwerte sich daraufhin bei der Investmentbank-Abteilung der Deutschen Bank, die HP im Zusammenhang mit der Transaktion beriet. Daraufhin erhielt HP die Gelegenheit, bei dem Proxy-Komitee vorzusprechen, um die Fakten klarzustellen. Dem Komitee wurde dabei vom Top-Management der DWS mitgeteilt, es bestehe eine „enormous banking relationship“ mit HP. Der CEO von HP schloss seine Präsentation mit der Bemerkung, der Erfolg der Transaktion sei „of great importance to our ongoing relationship“. Das Proxy-Komitee änderte daraufhin seine Entscheidung. Der Fall war maßgeblicher Mitauslöser für verschiedene Maßnahmen der SEC zur stärkeren Regulierung der Stimmrechtsausübung durch Vermögensverwalter.³⁷⁴

Neben allzu offensichtlichen Interventionen in Einzelfällen könnten sich Geschäftsbeziehungen mit Portfoliogesellschaften aber auch ganz generell in einer den Unternehmensführungen wohlgesonnenen, wenig konfrontativen und tendenziell zurückhaltenden Stewardship-Praxis niederschlagen.³⁷⁵ Derartige Praktiken kommen den eigenen Geschäftspartnern

372 *Winkler*, DAJV Newsl. 2008, 98, 102; *Morley*, Southern Cal. L. Rev. 92 (2018), 1407, 1417; OECD, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance (2011), S. 116; *Inci*, Shareholder Engagement (2018), S. 185; *Schoch*, Interessenkonflikte bei kollektiven Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern (2021), S. 169 f.

373 Bericht des Sachverhalts laut den Ermittlungsergebnissen der SEC, In the Matter of Deutsche Asset Management, Inc., File No. 3–11226, Investment Advisers Act Release No. 2160 (2003).

374 Vgl. *Taub*, J. Corp. L. 34 (2008), 843, 863 ff.; *Schmolke*, EBOR 7 (2006), 767, 788 ff. Näher zu den Proxy Voting Rules unten § 4 A.I.2. Das konkrete Vorgehen der Beteiligten war aber auch schon unter den damals geltenden Vorschriften rechtswidrig und die SEC verhängte nach Verständigung eine Geldbuße von 750.000 USD.

375 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2064 sprechen von „general management favoritism“.

und anderen Portfoliogesellschaften in gleichem Maße zugute und vermeiden von vornherein jeglichen Eindruck einer ausdrücklichen Bevorzugung der eigenen Geschäftspartner.³⁷⁶ Auch noch so robuste „Chinese Walls“ können gegen derartige Strategien unter Umständen wenig ausrichten.

Mögliche Geschäftsbeziehungen mit Portfoliogesellschaften sind dem Grunde nach kein Spezifikum der passiven Verwaltung und können, wie der Beispielsfall illustriert, prinzipiell ebenso gut bei der aktiven Verwaltung auftreten. Wie bei den „politischen Risiken“ ergeben sich aber im Detail wiederum Nuancen mit Blick auf die unterschiedlichen Gebührenstrukturen: Die negativen Auswirkungen konfrontativer Stewardship-Aktivitäten auf anderweitige Geschäftsbeziehungen internalisiert jeder Verwalter voll, die positiven hingegen nur teilweise, und insoweit bei der passiven Verwaltung in geringerem Umfang als bei der aktiven Verwaltung. Dieser Gedanke lässt sich dahingehend verallgemeinern, dass mit Blick auf Stewardship-Aktivitäten die Gegengewichte für die Materialisierung „herkömmlicher“ Interessenkonflikte bei passiven Verwaltern tendenziell schwächer ausfallen als bei aktiven Verwaltern.

Die aus Reputation und Geschäftsbeziehungen fließenden Anreize zu management-freundlichen Stewardship-Aktivitäten werden in der Literatur bisweilen als eigenständige Kategorie von Fehlanreizen („incentives to be excessively deferential“) begriffen, die neben die aus den Gebührenstrukturen fließenden Anreize zur zurückhaltenden Aufwendung von Stewardship-Kosten („incentives to underinvest in stewardship“) treten soll.³⁷⁷ Letztlich handelt es sich in beiden Fällen um Ausflüsse desselben grundlegenden Problems: Der Verwalter internalisiert die ökonomischen Auswirkungen seiner Stewardship-Aktivitäten auf die Firmenwerte nur teilweise, und zwar unabhängig von ihrem Vorzeichen. Die Kosten internalisiert er hingegen vollständig, unabhängig davon, ob es um direkte Kosten für Stewardship-Aktivitäten oder um indirekte Kosten geht, namentlich infolge eines „Verprellens“ der Unternehmensführungen oder der breiteren Öffentlichkeit. Gleichwohl ist die genannte Unterscheidung hilfreich, weil sie verdeutlicht, dass sich Anreizprobleme der Verwalter nicht nur auf das Ausmaß der Stewardship-Aktivitäten im Sinn eines „Ob“ und „Wie viel“ auswirken können, sondern auch auf das „Wie“. Auf zwei für die Unternehmenspraxis wichtige Anwendungsfälle des „excessive deference“-Problems, nämlich die Interaktion von Vermögensverwaltern mit

376 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2064 f.

377 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2050 ff., 2059 ff.

Stimmrechtsberatern und mit aktivistischen Aktionären, wird unten noch ausführlicher eingegangen.³⁷⁸

3. Eigengewinnmaximierung

Die Analyse in Unterabschnitt I baute auf der in der ökonomischen Modellierung üblichen Annahme auf, dass der Verwalter als Agent auf die Maximierung seines eigenen Gewinns bedacht ist. Der Verwalter ist freilich in der Praxis keine einzelne natürliche Person. Die Intermediäre sind ihrerseits mehr oder weniger komplexe Organisationen, deren Handeln nicht notwendigerweise immer dem Ziel der Eigengewinnmaximierung dienen muss, sei es aufgrund weiterer Agenturkonflikte (a), einer besonderen Unternehmensverfassung (b) oder einschlägiger aufsichtsrechtlicher Vorgaben (c).

a) Verwalterseitige Agenturkonflikte

Bei den meisten großen Vermögensverwaltern handelt es sich um gewinnorientierte Unternehmen, die selbst börsennotiert oder Teil börsennotierter Gruppen sind. Die Modellannahme, dass die Zielfunktion des Verwalters auf die Maximierung des eigenen Nettoertrags hinausläuft, scheint daher im Ausgangspunkt zumindest im Sinn einer Approximation gerechtfertigt.³⁷⁹ Allerdings sind Vermögensverwalter in der Realität oft ihrerseits komplexe Organisationen, innerhalb derer es zu zahlreichen weiteren Agenturproblemen kommen kann.³⁸⁰ Die für den Vermögensverwalter handelnden Individuen könnten auch private Interessen verfolgen, die zulasten des Gewinnmaximierungsziels aus Sicht der Eigentümer des Verwalters gehen.³⁸¹ Diese privaten Interesse können prinzipiell zugunsten

378 § 3 B.IV.1, § 3 B.IV.2.

379 Siehe auch unten § 3 D.II zum ähnlich gelagerten Problem der Ausblendung von Governance-Fragen in industrieökonomischen Modellen.

380 *Bebchuk/Cohen/Hirst*, J. Econ. Persp. 31 (2017), 89, 95; siehe auch *Jensen/Meckling*, J. Fin. Econ. 3 (1976), 305, 311 („*The firm is not an individual ...* [T]he ‘behavior’ of the firm is like the behavior of a market; i.e., the outcome of a complex equilibrium process“, Hervorhebung im Original).

381 Beispiele für die Relevanz privater Vorprägungen und Anschauungen sind in der empirischen Forschung vor allem mit Blick auf die Leitungsorgane von Publikumsgesellschaften dokumentiert, siehe etwa *Masulis/Reza*, Rev. Fin. Stud.

oder zulasten der Endanleger und der Gesamtwirtschaft gehen, je nachdem, in welcher Form von Stewardship sie sich niederschlagen. Wenn z.B. der CEO einer Verwaltergruppe oder die Leiterin der Stewardship-Abteilung als menschliches Individuum um den Klimawandel besorgt ist, könnte sich diese Präferenz auch zu einem gewissen Grad in Ausmaß und Fokus der Stewardship-Aktivitäten der Gruppe niederschlagen, ganz unabhängig davon, ob damit den finanziellen Interessen der Endanleger oder der Anteilseigner des Vermögensverwalters gedient ist.

Diese allgemeinen Agenturprobleme sind wiederum kein Spezifikum der passiven Verwaltung. Die Besonderheit liegt aber erneut darin, dass die Opportunitätskosten dieser Agenturkonflikte mit Blick auf die Stewardship-Aktivitäten von dem Verwalter nur in geringem Umfang internalisiert werden: Solange die Anteilseigner *des Verwalters* nur in geringem Umfang von dessen Stewardship-Aktivitäten profitieren, könnte der Fokus *ihrer* Überwachung der Geschäftsführung des Verwalters andere Schwerpunkte haben als dessen Stewardship-Aktivitäten.

b) Das genossenschaftliche Modell der Vanguard-Gruppe

Eine interessante Komplikation mit Blick auf die Zielfunktion des Verwalters ergibt sich im Fall der Vanguard-Gruppe, die nach Art einer Genossenschaft strukturiert ist.³⁸² Als globale Muttergesellschaft der Gruppe wird zwar gemeinhin die The Vanguard Group, Inc. angesehen, die in der Rechtsform einer Corporation betrieben wird. Diese Corporation ist allerdings eine gemeinsame Tochtergesellschaft verschiedener unter Delaware-Recht errichteter Vanguard Trusts (z.B. Vanguard World Fund, Vanguard Star Funds, Vanguard Index Fund). Jeder dieser Trusts legt in den USA üblicherweise mehrere Vanguard-Fonds auf, die jeweils als besondere

28 (2015), 592, 606 ff. (Unternehmensspenden abhängig von Wohltätigkeitspräferenzen des CEOs); *Cronqvist/Yu*, J. Fin. Econ. 126 (2017), 543, 549 ff. (bessere ESG-Performance, wenn CEO eine Tochter hat); *Cohen/Hazan/Tallarita/Weiss*, J. Leg. Anal. 11 (2019), 1, 31 ff. (geringere Transparenz von Wahlkampfspenden bei US-Unternehmen unter politisch konservativ eingestellter Leitung). Speziell aus dem Kontext der Vermögensverwaltung *Hong/Kostovetsky*, J. Fin. Econ. 103 (2012), 1 (Zusammenhang zwischen republikanischen versus demokratischen Wahlkampfspenden durch US-amerikanische Fondsverwalter und Beteiligungen an Unternehmen mit kontroversen Geschäftsmodellen).

382 Aufschlussreich zu den firmenhistorischen Hintergründen *Wigglesworth*, Trillions (2021), S. 85 ff.

Anteilsklasse des Trusts strukturiert sind. Die Verwaltung der Trusts und damit der Fonds wird dann weitestgehend an die The Vanguard Group, Inc. ausgelagert.³⁸³ In diesem Sinn „gehört“ die Vanguard-Gruppe den Anlegern der US-Fonds. Lange Zeit warb die Gruppe in den USA auch damit, sie sei ein „mutual mutual“ und betreibe ihre Fonds „at-cost“.³⁸⁴

Eine optimistische Sicht auf das Stewardship-Potenzial der Vanguard-Gruppe wäre es, angesichts der scheinbar fehlenden Interessendivergenz von Verwalter und Endbegünstigten das oben skizzierte Modell als nicht anwendbar anzusehen oder von einem Internalisierungsparameter von $\alpha = 1$ auszugehen: Das Geschäftsmodell wäre hiernach frei von Agenturkonflikten. Unter praktischen Gesichtspunkten haben die Endanleger der Fonds allerdings weder Anreize noch Möglichkeiten, die Geschäftsführung der The Vanguard Group, Inc. effektiv zu überwachen.³⁸⁵ Unter funktionalen Gesichtspunkten dürfte die Vanguard-Gruppe vielmehr als in erster Linie von ihren Managern kontrolliert anzusehen sein.³⁸⁶ Über organisatorische Interna wie das Vergütungssystem ist wenig öffentlich bekannt, gerade auch, weil es sich anders als bei BlackRock Inc. und State Street Corp. nicht um eine börsennotierte Gesellschaft handelt. Presseberichten zufolge ist die Vergütung höherrangiger Mitarbeiter im Wege eines „partnership plan“ an die Profitabilität der Verwaltungsgesellschaft gekoppelt.³⁸⁷ Unter diesen Vorzeichen dürfte die besondere Struktur der Vanguard-Gruppe wenig zur Bewältigung der grundsätzlichen Agenturkonflikte beitragen.

383 Beispielhaft zur Struktur Vanguard STAR Funds, Statement of Additional Information (Stand 22.11.2021), S. B-35, <https://advisors.vanguard.com/pub/Pdf/sai056.pdf>; siehe auch die Diskussion bei Morley, Yale L. J. 123 (2014), 1228, 1276 ff. In der Stimmrechtsdatenbank der BaFin lässt sich entsprechend beobachten, dass WpHG-Stimmrechtsmitteilungen in der Regel durch die Trusts erfolgen. Zum Zusammenspiel von investment companies und investment advisers nach US-Recht noch unten § 4 A.I.1.

384 DiStefano, Vanguard SEC filings drop ‘at-cost,’ ‘no profit’ claims that were dear to late founder John Bogle, The Philadelphia Inquirer (online) v. 7.2.2019, <https://www.inquirer.com/columnists/john-bogle-vanguard-scrap-plain-talk-no-profit-at-cost-20190207.html> (Hervorhebung im Original).

385 Ausführlich Morley, Yale L. J. 123 (2014), 1228, 1276 ff.

386 Morley, Yale L. J. 123 (2014), 1228, 1278.

387 Vgl. etwa Arvedlund, Vanguard’s partnership profits were paid out early to employees during pandemic, The Philadelphia Inquirer (online) v. 13.7.2020, <https://www.inquirer.com/business/vanguard-partnership-plan-profit-sharing-irs-taxes-revenue-20200713.html>.

c) Gesetzliche Interessenbindung

Das simple Modell geht unausgesprochen davon aus, dass den Verwalter keinerlei rechtliche Verpflichtung trifft, die Interessen der Endanleger in seinem Optimierungskalkül zu berücksichtigen. Die meisten (Teil-)Rechtsordnungen verpflichten Vermögensverwalter allerdings zumindest im Sinn einer Generalklausel, die Verwaltung im Interesse der Endanleger durchzuführen.³⁸⁸ Diese allgemeine gesetzliche Interessenbindung wird in der Literatur bisweilen als Einwand gegen die agenturtheoretische Analyse angeführt: Sie verpflichte die Vermögensverwalter schließlich, zugunsten der Endanleger angemessene Maßnahmen zur Förderung des Portfolio-werts zu treffen.³⁸⁹ Ebenso pauschal fällt bisweilen die Erwiderung auf diesen Einwand aus: Von allgemeinen Interessenwahrungspflichten ginge nur eine schwache Steuerungswirkung aus, auch das Gesellschaftsrecht setze zur Lösung des grundsätzlichen Agenturkonflikts zwischen Anteilseignern und Unternehmensführung schließlich vorrangig auf andere Mechanismen.³⁹⁰

Es scheint hilfreich, an dieser Stelle zwischen der ökonomischen Modellierung einerseits und den rechtspolitischen Schlussfolgerungen andererseits zu unterscheiden: Der Zweck der ökonomischen Betrachtung ist es zunächst, den grundlegenden Interessenkonflikt zu charakterisieren und zu analysieren, ob und inwiefern er ohne Eingriff der Rechtsordnung durch Marktmechanismen gelöst werden könnte. Es geht also gerade auch darum, den Regelungsbedarf zu bestimmen und ggf. eine ökonomische Rechtfertigung für ein Tätigwerden des Gesetzgebers oder der Aufsichtsbehörden zu entwickeln. In einem zweiten Schritt ist zu fragen, welche Instrumente der Rechtsordnung *de lege lata* bereits einen Beitrag zur Bewältigung des Problems leisten oder bei entsprechender Handhabung zumindest leisten könnten. Dieser zweite Schritt sollte dabei auf einer dezidierten Analyse der anwendbaren aufsichtsrechtlichen Vorschriften in hinreichender Detailtiefe aufsetzen, statt auf der ganz oberflächlichen Beobachtung, dass im Verhältnis zwischen Verwalter und Endanleger irgendwelche Interessenwahrungspflichten bestehen. Der Gang der vorliegenden Untersuchung trägt dieser gedanklichen Trennung dadurch Rechnung, dass im vorliegenden Kapitel die ökonomische Analyse im Vordergrund

388 Dazu näher unten § 4 A.I, § 4 A.II und § 4 B.I.1.

389 Vgl. *Fisch/Hamdani/Solomon*, U. Pa. L. Rev. 168 (2019), 17, 36; *Elbauge*, Ohio St. L. J. 82 (2021), 1, 67.

390 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2071 f.

steht, während sich die nächsten beiden Kapitel (§§ 4 und 5) ausführlicher den rechtlichen Rahmenbedingungen widmen werden.

IV. Verhältnis zu anderen Governance-Mechanismen

Die Corporate Governance der Publikumsgesellschaft ist ein komplexes System, in dem eine Vielzahl von Akteuren und Mechanismen zusammenwirken. Die bisherige Analyse hat zahlreiche dieser Komplikationen weitgehend ausgeblendet und sich auf das Spannungsfeld zwischen Unternehmensführung, Verwaltern und Endanlegern konzentriert. Zum Abschluss des theoretischen Teils wird der Fokus nachfolgend etwas geweitet und das Verhältnis zwischen passiver Verwaltung und einigen anderen Governance-Mechanismen näher analysiert. Im Einzelnen wird es um die Stimmrechtsberatung (1), den Hedgefonds-Aktivismus (2), die allgemeine Exit-Governance (3) sowie den Markt für Unternehmenskontrolle (4) gehen.

1. Stimmrechtsberatung

Gerade bei Gesellschaften mit hohem institutionellen Anteilsbesitz spielen die Empfehlungen von Stimmrechtsberatern eine wichtige Rolle für die Corporate Governance, insbesondere im Zusammenhang mit Fragen, über die die Hauptversammlung zu entscheiden hat.³⁹¹ Stimmrechtsberater federn das Kollektivhandlungsproblem der Aktionäre ab, indem sie die Vergemeinschaftung von Mitwirkungskosten, insbesondere unternehmensspezifischer Informationskosten, erlauben.³⁹² Insoweit können sie prinzipiell eine nützliche Funktion erfüllen, vorausgesetzt, die Qualität ihrer Leistun-

391 Für einen Überblick zur inzwischen umfangreichen empirischen Literatur zum Einfluss von Stimmrechtsberatern vgl. *Dasgupta/Fos/Sautner*, *Found. Trends Finance* 12 (2021), 276, 364 ff.; speziell aus europäischer Sicht *Hitz/Lehmann*, *Eur. Acc. Rev.* 27 (2018), 713 und aus deutscher Sicht *Koch/Rothacker/Scharfbillig*, *Acc. & Bus. Res.* __ (2021), __.

392 Vgl. *Dent*, *Mich. St. L. Rev.* 2014, 1287, 1298 f.; *Cappucci*, *N.Y.U. J. L. & Bus.* 16 (2019), 579, 623; *Poelzig*, *ZHR* 185 (2021), 373, 380; *Heinen*, *Institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater* (2019), S. 73 f.; mit Blick auf die fehlende Internalisierung von Stewardship-Erträgen durch Stimmrechtsberater deutlich pessimistischer *Klöhn*, *ZHR* 185 (2021), 183, 202.

gen ist ausreichend hoch.³⁹³ Andererseits stehen die Stimmrechtsberater aber auch immer wieder wegen Intransparenz, mangelnder Unabhängigkeit, übermäßig standardisierter Empfehlungen, Ungenauigkeiten und oligopolistischer Marktstrukturen in der Kritik.³⁹⁴

Eine mögliche Sichtweise auf das Verhältnis von passiven Verwaltern und Stimmrechtsberatern ist es, die ersteren als die natürlichen Kunden der letzteren anzusehen. Angesichts der Anreizlage der passiven Verwalter könnte man darum besorgt sein, dass diese es mit dem Outsourcing von Stewardship-Aktivitäten an Stimmrechtsberater tendenziell zu weit treiben und den Empfehlungen allzu mechanisch folgen.³⁹⁵ Derartige, auch als „robo-voting“³⁹⁶ bezeichnete Praktiken sollte man allerdings nicht vorschnell verteufeln, jedenfalls nicht, ohne praktikable Alternativen zu benennen. Eine Welt mit qualitativ verbesserungswürdigen, im Mittel aber nützlichen, wertförderlichen und zudem kostengünstigen externen Stimmrechtsempfehlungen, die mechanisch befolgt werden, könnte immer noch einer Welt vorzuziehen sein, in der Stimmrechte überhaupt nicht, völlig uninformiert oder mechanisch nach den Empfehlungen der Unternehmensführungen ausgeübt werden. Solange unklar ist, woher die Anreize der Intermediäre kommen sollen, sich vor den Hauptversammlungen ihrer Portfoliogesellschaften umfassend zu informieren, kann auch imperfekte Stimmrechtsberatung einen Mehrwert schaffen. Wenn die passiven Verwalter statt Beraterempfehlungen schlicht eigene, möglicherweise

393 So das zentrale Ergebnis des Modells bei *Malenko/Malenko*, J. Fin. 74 (2019), 2441, welches den trade-off zwischen kostengünstiger Informationsgenerierung durch Stimmrechtsberater und Verdrängungseffekten für die privaten Anreize zur Informationsbeschaffung formalisiert; beachte aber auch nunmehr *Malenko/Malenko/Spatt*, ECGI Finance Working Paper No 771/2021 (2022) (Modellierung der Anreize der Stimmrechtsberater, sich in übermäßigem Umfang öffentlich gegen Vorschläge der Unternehmensführungen zu positionieren, um die Absatzmöglichkeiten für weitergehende Analyseberichte zu fördern).

394 Vgl. *Choi/Fisch/Kahan*, Emory L. J. 59 (2010), 869, 872; *Sharfman*, Tenn. L. Rev. 86 (2018), 691, 711 ff.; ausführlicher Überblick der üblichen Kritikpunkte auch bei *Cappucci*, N.Y.U. J. L. & Bus. 16 (2019), 579, 595 ff.; aus der deutschen Literatur etwa *Fleischer*, AG 2012, 2, 4 f.; *Klöhn/Schwarz*, ZIP 2012, 149, 152 f.; *KKAktG/Zetzsche*, nach § 135 AktG Rn. 32 ff.; *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013), S. 207 ff.; *Heinen*, Institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater (2019), S. 77 ff.

395 Vgl. *Balp*, ECFR 2017, 1, 5; *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 388.

396 *Poelzig*, ZHR 185 (2021), 373, 384; aus US-Sicht etwa *Doyle*, The Realities of Robo-Voting, HLS CorpGov Forum v. 29.11.2018, <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/11/29/the-realities-of-robo-voting/>; *Rose*, SSRN 3486322 (2019).

noch weniger einzelfallorientierte Stimmrechtsleitlinien befolgen, ist damit nicht notwendigerweise etwas gewonnen.³⁹⁷

Eine andere Sichtweise auf das Verhältnis passiver Verwalter und Stimmrechtsberater ist es, sich darum zu sorgen, dass die Verwalter den Vorschlägen der Stimmrechtsberater nicht in ausreichendem Umfang Rechnung tragen. Soweit die Qualität der Empfehlungen volatil ist und diese im Mittel falsch sind, die Kosten einer eigenen Nachprüfung für die passiven Verwalter aber zu hoch ausfallen, könnten sie von vornherein entscheiden, den Empfehlungen keinerlei Gewicht beizumessen. Diese Überlegung schließt nicht aus, dass die passiven Verwalter gleichwohl die Dienste der Stimmrechtsberater in Anspruch nehmen könnten, und sei es nur aus Reputationsgründen, um den Schein einer verantwortungsvollen Wahrnehmung ihrer Stewardship-Rolle zu wahren. Ebenso wichtig scheint der Einwand, dass es mit Blick auf anderweitige Geschäftsbeziehungen und „politische Risiken“ möglicherweise gerade im Interesse der passiven Verwalter liegt, einen Konfrontationskurs mit den Unternehmensführungen zu vermeiden. Passive Verwalter könnten sich vor diesem Hintergrund selbst dann dafür entscheiden, die Empfehlungen der Unternehmensführungen zu befolgen, wenn Stimmrechtsberater mit guten Gründen die entgegengesetzte Position eingenommen haben, unabhängig davon, ob sie die Beraterempfehlung für richtig oder falsch halten.³⁹⁸

Das Beispiel der Stimmrechtsberater illustriert bei alledem auch, dass die Angst vor dem „backlash“ einer kritischen Haltung gegenüber den Unternehmensführungen keineswegs ein Hirngespinnst ist: Im Jahr 2019 hat die SEC die aufsichtsrechtlichen Anforderungen für die Stimmrechtsberatung in den USA maßgeblich verschärft.³⁹⁹ Die lautesten Stimmen, die diese Reform herbeigerufen haben, waren allerdings weniger institutionelle Investoren, die sich um die Qualität der Empfehlungen sorgten,⁴⁰⁰ als die Unternehmensführungen, deren eigene Empfehlungen durch die zu-

397 Vgl. *Cappucci*, N.Y.U. J. L. & Bus. 16 (2019), 579, 611.

398 Allgemein hierzu *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2060 (mit Blick auf „deference-nondeference decisions“).

399 SEC, Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice (Final rule), Release No. 34-89372 (2020), 85 F.R. 55082. Zum auf Intra-US-Sachverhalte begrenzten Anwendungsbereich siehe unten Fn. 648.

400 Vgl. auch die Umfrageergebnisse bei *McCahery/Sautner/Starks*, J. Fin. 71 (2016), 2905, 2928 f. mit Tabelle 8 (nur 22 % der befragten institutionellen Investoren der Auffassung („agree“ oder „strongly agree“), dass Stimmrechtsberater reguliert werden sollten).

nehmend einflussreichen Berater in Frage gestellt wurden.⁴⁰¹ Wesentliche Elemente dieser Regelungen hat die SEC unter dem neuen Vorsitzenden *Gary Gensler* inzwischen wieder zurückgenommen.⁴⁰²

2. Hedgefonds-Aktivismus

Die Strategie aktivistischer Hedgefonds ist es, Minderheitsbeteiligungen an Unternehmen zu erwerben, die ihr Ertragspotenzial nicht voll ausschöpfen, aktiv Einfluss auf die Unternehmensführung zu nehmen, um das zusätzliche Ertragspotenzial zu realisieren, und die Beteiligungen nach relativ kurzer Zeit mit Gewinn weiterzukaufen.⁴⁰³ Die Vergütungsstruktur der Verwalter weicht dabei ganz erheblich von derjenigen bei aktiven und passiven Publikumsfonds ab.⁴⁰⁴ Nicht nur ist die in Abhängigkeit der AuM gezahlte Grundvergütung höher, sondern die Verwalter erhalten auch „performance fees“ in Abhängigkeit der erzielten Gewinne; unter Umständen halten die Verwalter auch in nennenswertem Umfang eigene Anteile an dem jeweiligen Fonds.⁴⁰⁵ Die pessimistische Sicht auf das Phänomen des Hedgefonds-Aktivismus ist, dass er den Zielgesellschaften scha-

401 Ausführlich zu den Hintergründen *Cappucci*, N.Y.U. J. L. & Bus. 16 (2019), 579, 595 ff., 612 ff.

402 Vgl. SEC, Proxy Voting Advice (Final rule), Release Nos. 34-95266; IA-6068 (2022), 87 F.R. 43168; kritisch zuvor bereits *Gensler*, Statement by SEC Chair Gensler on the Application of the Proxy Rules to Proxy Voting Advice, HLS CorpGov Forum v. 3.6.2021, <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/06/03/statement-by-sec-chair-gensler-on-the-application-of-the-proxy-rules-to-proxy-voting-advice/>.

403 Fallstudienartig zum typischen Vorgehen aktivistischer Hedgefonds *Engert*, in: *Investors versus Companies* (2019), S. 5 ff. (am Beispiel der Kampagne bei dem deutschen Arzneimittelhersteller Stada); zu den rechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland etwa *Engert*, ZIP 2006, 2105; *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297; *Schockenhoff*, ZIP 2017, 1785; *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49; *Arnold*, ZHR 185 (2021), 281; *Spindler*, in: *Hedgefonds und Private Equity*; und monographisch *Wenninger*, *Hedge Fonds im Spannungsfeld des Aktien- und Kapitalmarktrechts* (2009); *Brass*, *Hedgefonds als aktive Investoren* (2010); *Heuser*, *Shareholder Activism* (2012), *Gröntgen*, *Operativer shareholder activism* (2020); ferner *Schmidt/Spindler*, *Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive* (2008), S. 139 ff.; *Wentrup*, *Die Kontrolle von Hedgefonds* (2009), S. 138 ff.

404 *Bebchuk/Cohen/Hirst*, J. Econ. Persp. 31 (2017), 89, 104 f.

405 *Kahan/Rock*, U. Pa. L. Rev. 155 (2006), 1021, 1064; *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 724.

det, da die Aktivisten die Unternehmensführungen zwingen, langfristige Projekte und dem Unternehmenswert zuträgliche Stakeholder-Interessen zugunsten kurzfristiger Gewinne und Ausschüttungen zu opfern („short-termism“).⁴⁰⁶ Die optimistische Sichtweise ist, dass es sich um einen wirk-samen Mechanismus zur Abmilderung des Prinzipal-Agent-Konflikts zwi-schen Unternehmensführung und Aktionariat handelt, nicht zuletzt, weil die von den Aktivisten angestrebten Kursgewinne sich jedenfalls in infor-mationseffizienten Märkten nur über echte, langfristige Wertsteigerungen erzielen lassen.⁴⁰⁷ Während in der öffentlichen Debatte nicht selten die erste Sichtweise vorherrscht,⁴⁰⁸ finden sich in der empirischen Literatur zahlreiche Studien, die die zweite unterstützen.⁴⁰⁹ Die Befunde dieser Stu-

406 Vgl. *Strine*, Yale L. J. 126 (2017), 1870, 1938 ff.; *Coffee/Palia*, J. Corp. L. 41 (2015), 545, 573 ff.

407 Vgl. *Bebchuk*, Colum. L. Rev. 113 (2013), 1637, 1658 ff.; *Spamann*, J. Leg. Anal. 13 (2021), 672, 691 f., 695 f.

408 Prägnant zusammengefasst in einer Metapher, die *Franz Müntefering* in einer Rede v. 22.11.2004 zum Grundsatzprogramm der SPD bemühte: „Wir müssen denjenigen Unternehmern, die die Zukunftsfähigkeit ihrer Unternehmen und die Interessen ihrer Arbeitnehmer im Blick haben, helfen gegen die verant-wortungslosen Heuschreckenschwärme, die im Vierteljahrestakt Erfolg messen, Substanz absaugen und Unternehmen kaputtgehen lassen, wenn sie sie abge-fressen haben“, nach Abdruck bei SPD, Tradition und Fortschritt (2005), S. 18.

409 Positive Auswirkungen von Hedgefonds-Aktivismus zeigen insbesondere die Studien von *Alon Brav* und verschiedenen Koautoren auf Basis von US-Daten, vgl. etwa *Brav/Jiang/Partnoy/Thomas*, J. Fin. 63 (2008), 1729 (Performance und Governance); *Bebchuk/Brav/Jiang*, Colum. L. Rev. 115 (2015), 1085 (keine Belege, dass kurzfristige Preissteigerungen im Zusammenhang mit aktivistischen Kampagnen auf Kosten langfristiger Performance gehen); *Brav/Jiang/Kim*, Rev. Fin. Stud. 28 (2015), 2723 (Produktionseffizienz); *Brav/Jiang/Ma/Tian*, J. Fin. Econ. 130 (2018), 237 (erhöhte Innovationskraft trotz sinkender Forschungs-ausgaben); *Brav/Jiang/Li*, ECGI Finance Working Paper No 797/2021 (2021) (umfangreiche Literaturbesprechung nebst Aktualisierung früherer Analysen); speziell mit Blick auf „settlements“ aktivistischer Forderungen im Vorfeld von proxy fights *Bebchuk/Brav/Jiang/Keusch*, J. Fin. Econ. 137 (2020), 1. Aus interna-tionaler Sicht etwa die Querschnittsstudie von *Becht/Franks/Grant/Wagner*, Rev. Fin. Stud. 30 (2017), 2933 (u.a. positive Renditen bei Bekanntgabe aktivistischer Kampagnen); aus deutscher Sicht *Bessler/Drobetz/Holler*, Eur. Fin. Mgmt. 21 (2015), 106 (stets kurzfristige Effekte, bei – auf manueller Basis identifizierten – „aggressiven“ Hedgefonds mit „openly hostile approaches“ allerdings Umkehr über längere Frist); mit Analyse der Eigenschaften der von Hedgefonds ausge-wählten deutschen Zielgesellschaften *Achleitner/Betzer/Gider*, Eur. Fin. Mgmt. 16 (2010), 805; mit deskriptiv orientierter Analyse der aktivistischen Kampa-gnen im deutschen Raum *Thamm/Schiereck*, Corporate Finance 2014, 17.

dien sind allerdings, wie so häufig, nicht vollständig unwidersprochen geblieben.⁴¹⁰

Aktivistische Kampagnen werden – vor dem Hintergrund der Anreizlage verständlich – durch passive Vermögensverwalter in der Praxis nicht selbst geführt. Eine abweichende Frage ist allerdings, welche Rolle passive Vermögensverwalter im Rahmen von Kampagnen spezialisierter Aktivisten einnehmen könnten. Da aktivistische Hedgefonds in der Regel relativ kleine Beteiligungen (oft im einstelligen Bereich) erwerben, sind sie zur Durchsetzung ihrer Forderungen entscheidend auf die Unterstützung der übrigen Aktionäre angewiesen. Dies gilt selbst dann, wenn es nicht zu „proxy fights“ in der Hauptversammlung kommt. Denn wenn mit einer Unterstützung der Aktivisten durch die anderen Aktionäre nicht zu rechnen ist, hat auch die Unternehmensführung wenig Anlass, unliebsamen Forderungen seitens der Aktivisten nachzukommen.⁴¹¹

Die optimistische Sichtweise auf das Verhältnis passiver Verwalter und Hedgefonds-Aktivisten ist, dass die ersteren, selbst wenn sie keine ausreichenden eigenen Anreize haben sollten, eigenständig auf personelle oder strategische Änderungen in den Portfoliogesellschaften hinzuwirken, immerhin empfänglich für entsprechende Bemühungen von Seiten der letzteren sein könnten.⁴¹² Passive Verwalter könnten also gewissermaßen als „Katalysator“ wertförderlichen Aktivismus durch Hedgefonds und ggf. andere Institutionen fungieren.⁴¹³ Wenn die passiven Verwalter besser dazu

410 Vor dem Hintergrund der *Brav'schen* Studien namentlich *Cremers/Giambona/Sepe/Wang*, SSRN 3614029 (2021) (mit Blick auf Selektionseffekte und die besonders ausgeprägten Trading- und Timing-Kompetenzen der aktivistischen Aktionäre) und *Agrawal/Limm*, *J. Fin. Quant. Anal.* 57 (2022), 2140 (Wertschöpfung für Aktionäre teilweise auf Kosten der betrieblichen Altersvorsorge der Arbeitnehmer). Mit Blick auf den deutschen Markt *Drerup*, SSRN 1718365 (2014) (keine langfristigen Auswirkungen auf Renditen, keine Änderungen bei Fundamentalvariablen); im Mittel und Median sogar negative mittelfristige Renditen dokumentieren *Mietzner/Schweizer*, *J. Econ. & Fin.* 38 (2014), 181.

411 Aus spieltheoretischer Sicht zu diesem Gesichtspunkt *Levit*, *Rev. Fin. Stud.* 32 (2019), 2775 (Kommunikation als Vorstufe zum „proxy fight“ umso erfolgversprechender, je glaubwürdiger die implizite Androhung einer entsprechenden Kampagne ausfällt).

412 Grundlegend zu dieser im Ausgangspunkt vielversprechenden Wechselwirkung zwischen lethargischen institutionellen Investoren und aktivistischen Aktionären *Gilson/Gordon*, *Colum. L. Rev.* 113 (2013), 863, 896 ff.; aus deutscher Sicht aufgeschlossen gegenüber dieser Sichtweise etwa *Tröger*, *ZGR* 2019, 126, 139 f.; *Klöhn*, *ZHR* 185 (2021), 183, 203 f.

413 *Strampelli*, *San Diego L. Rev.* 55 (2018), 803, 826; ähnlich *Hamdani/Hannes*, *B. U. L. Rev.* 99 (2019), 971, 990 (passive Investoren als „kingmakers“); siehe ferner

in der Lage sind, die „guten“ Aktivismus-Kampagnen zu identifizieren, als die Investoren, die sie ersetzen, könnten zunehmende Beteiligungsquoten passiver Verwalter der Governance-Funktion des Hedgefonds-Aktivismus zuträglich sein. Nicht nur könnten sie dazu beitragen, dass sich an langfristiger Wertschöpfung interessierte Aktivisten mit ihren Kampagnen durchsetzen, nachdem sie sich eingekauft haben. Die Präsenz eines für die Forderungen der Aktivisten aufgeschlossenen Aktionariats könnte auch dazu führen, dass die Gesellschaften mit hohen Beteiligungsquoten passiver Verwalter von vornherein ein interessanteres Ziel für entsprechende Hedgefonds darstellen. Dies wiederum könnte die Unternehmensführungen schon ex ante disziplinieren, soweit sie sich nicht zum Ziel von Aktivisten machen möchten.⁴¹⁴

Die pessimistische Sichtweise auf das Verhältnis passiver Verwalter und Hedgefonds-Aktivisten ist wiederum, dass die ersteren im Zweifel eher zu den Unternehmensführungen halten könnten, als sich auf die Seite der Aktivisten zu schlagen.⁴¹⁵ Unter den Annahmen, dass aktivistische Kampagnen nicht per se wertförderlich sind und die Überprüfung des langfristigen Wertschöpfungspotenzials der Kampagnen Zeit und Ressourcen in Anspruch nimmt, könnten zudem gerade den passiven Verwaltern die eigenen wirtschaftlichen Anreize fehlen, sich detailliert mit den Forderungen der Aktivisten auseinanderzusetzen und die Kampagnen ggf. proaktiv zu unterstützen.⁴¹⁶ Ferner könnten wiederum Reputationsgründe eine Rolle spielen. Soweit die typischen Kunden der Vermögensverwalter Teil der Öffentlichkeit sind, die aktivistischen Hedgefonds skeptisch gegenübersteht, könnte es einerseits im Interesse der Verwalter liegen, nicht als Steigbügelhalter dieser Akteure in den Schlagzeilen zu stehen.⁴¹⁷ Umgekehrt könnten aktive Verwalter eher Grund zur Annahme haben, dass ihre Kundschaft die Unterstützung wertförderlicher aktivistischer Kampa-

Fisch/Hamdani/Solomon, U. Pa. L. Rev. 168 (2019), 17, 52; *Gomtsian*, J. Corp. L. 45 (2019), 659, 710 f.; *Rock/Kahan*, B. U. L. Rev. 100 (2020), 1771, 1808.

414 Mit empirischen Belegen für diesen Mechanismus im Allgemeinen, ohne spezifischen Bezug zur Förderung durch passive Investoren, *Gantchev/Gredil/Jotikasthira*, Rev. Fin. 23 (2019), 1031.

415 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2136; *Lund*, SSRN 3623381 (2020), 17; *Klöbn*, ZHR 185 (2021), 183, 205.

416 Mit ähnlichem Caveat *Bebchuk/Cohen/Hirst*, J. Econ. Persp. 31 (2017), 89, 106 f. Unter dem Gesichtspunkt mangelnder Expertise der Stewardship-Teams institutioneller Investoren in operativen Fragen *Gomtsian*, J. Corp. L. Stud. __ (2021), __, 10 f.

417 Vgl. *Gomtsian*, J. Corp. L. Stud. __ (2021), __, 13 f.

nen durch die Verwalter goutiert.⁴¹⁸ Unter diesem Blickwinkel wären zunehmende Beteiligungen passiver Vermögensverwalter nicht nur aufgrund der schwachen eigenen Stewardship-Anreize dieser Verwalter bedenklich, sondern auch, weil der Governance-Mechanismus des Hedgefonds-Aktivismus geschwächt würde.

3. Exit-Governance im Allgemeinen

Die passive Anlagestrategie legt das Portfolio, das der Verwalter bilden muss, fast vollständig fest. Passive Vermögensverwalter haben keine Möglichkeit zum Verkauf der Beteiligungen an Gesellschaften, die ihrer Ansicht nach überbewertet sind oder mit deren Governance-Strukturen oder Geschäftsführung sie nicht einverstanden sind. Exit-Governance durch passive Verwalter findet mithin praktisch nicht statt.⁴¹⁹ Der Wegfall dieses Governance-Kanals ist dabei weniger eine Konsequenz problematischer Anreize des Verwalters in seiner Funktion als Intermediär als eine direkte Folge der von den Kunden gewählten Anlagestrategie.

Nicht wenige Kommentatoren gewinnen der fehlenden Exit-Möglichkeit passiver Verwalter gleichwohl etwas Positives ab: Der „Wall Street walk“ sei für die passiven Verwalter keine Alternative, gerade deshalb müssten ihre Anreize, durch Stewardship-Aktivitäten zur Portfoliowertmaximierung beizutragen, besonders groß sein.⁴²⁰ Aus dem einen folgt aber nicht das andere. Richtig ist zwar, dass der Beitrag, den passive Verwal-

418 Maßgeblich auf dieser Überlegung aufbauend das Modell des „wolf pack activism“ von *Brav/Dasgupta/Mathews*, *Management Science* __ (2021), __.

419 *Edmans/Levit/Reilly*, *Rev. Fin. Stud.* 32 (2019), 2673 zeigen anhand eines Modells, dass Diversifizierung als solche grundsätzlich auch die Exit-Governance fördern kann, auf Basis der Überlegung, dass diversifizierte Investoren bei Liquiditätsschocks in erster Linie die „schlechten“ Firmen abstoßen werden. Dieser Mechanismus setzt aber voraus, dass diversifizierte Eigentümer frei entscheiden können, welche Beteiligungen sie behalten oder abstoßen möchten. Indexfonds hingegen haben auch in diesem Modell nur schwache Anreize zur Überwachung der Unternehmensführungen (a.a.O. 2684, 2695 f.).

420 Vgl. *Weber/Kebekus*, *ZHR* 184 (2020), 324, 333 f.; *Elhauge*, *Ohio St. L. J.* 82 (2021), 1, 66; *Ringe*, *EBOR* 22 (2021), 87, 94; *Forstmoser*, in: *FS Wiegand* (2005), S. 806; *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre im deutschen Aktienrecht (2019), S. 61 f. In diese Richtung auch *Novick*, *Colum. L. Rev. Forum* 120 (2020), 80, 102 (Mitgründerin der BlackRock-Gruppe); *Spillmann*, Institutionelle Investoren im Recht der (echten) Publikumsgesellschaften (2004), S. 268 f.; *Bassler*, Institutionelle Anleger (2014), S. 114.

ter zur Portfoliowertmaximierung leisten können, allein über Kanäle der Voice-Governance erfolgen kann. Damit ist aber nichts über die Anreize der Verwalter gesagt, auch tatsächlich in der Corporate Governance mitzuwirken. Die Möglichkeit zum Exit verkompliziert im oben notierten Modell nur das Optimierungsproblem, indem noch eine andere Handlungsmöglichkeit mit möglicherweise anderem Kosten-/Nutzen-Profil zur Verfügung steht.

Die fehlende Exit-Möglichkeit verschärft unter Umständen vielmehr die Agenturprobleme der passiven Verwaltung, als sie abzufedern. Denn die Flexibilität der Beteiligungshöhen bei der aktiven Verwaltung gibt den Verwaltern möglicherweise von vornherein bessere Anreize, sich überhaupt über das Geschehen in den Portfoliogesellschaften zu informieren, namentlich um unliebsame Beteiligungen ggf. abzustoßen oder um vielversprechende Beteiligungen aufzustocken. Dabei könnten bisweilen Erkenntnisse abfallen, die jenseits des reinen „stock picking“ auch die Stewardship-Aktivitäten der aktiven Verwalter informieren.⁴²¹ Passive Verwalter hingegen haben über das Stewardship-Kalkül hinaus keinerlei Anreize, Informationen über ihre Portfoliounternehmen zu beschaffen.⁴²² Im Kontext des obigen Modells würde dies bedeuten, dass die Grenzkosten der Stewardship-Aktivitäten für passive Verwalter höher ausfallen könnten als für aktive Verwalter.

Weiterhin könnte die fehlende Exit-Möglichkeit der passiven Verwalter die Durchschlagskraft ihrer Stewardship-Aktivitäten in den Portfoliogesellschaften abschwächen. Die Unternehmensführung könnte prinzipiell eher geneigt sein, investorensseitig kommunizierten Forderungen nachzukommen, wenn bei Nichtbefolgung nicht nur Widerstand in zukünftigen Hauptversammlungen droht, sondern auch eine unmittelbare Konsequenz für den Aktienpreis.⁴²³ Zwar lässt sich auf Basis spieltheoretischer Überle-

421 Vgl. *Gordon*, ECGI Law Working Paper No 566/2021 (2022), 18 („structural ignorance“); ähnliche Beobachtung schon bei *Black*, UCLA L. Rev. 39 (1991), 811, 854, der aber auch auf einen potenziell gegenläufigen Effekt hinweist: Passive Verwalter könnten eher zu Konfrontationen mit der Unternehmensführung bereit sein als aktive Verwalter, da sie nicht zu befürchten haben, zukünftig vom Zugang zu handelsrelevanten Informationen (im rechtlichen Graubereich unterhalb der Schwelle zur Insiderinformation) abgeschnitten zu werden (a.a.O. 881).

422 Vgl. auch *Fisch*, in: *Global Shareholder Stewardship* (2022), S. 460.

423 Prägnant zu dieser Komplementarität von Exit und Voice *Hirschman*, *Exit, Voice, and Loyalty* (1970), S. 82 („The chances for voice to function effectively as a recuperation mechanism are appreciably strengthened if voice is backed up by the *threat of exit*, whether it is made openly or whether the possibility of exit

gungen auch an der Glaubwürdigkeit expliziter oder impliziter Exit-Drohungen durch aktive Verwalter zweifeln, namentlich wenn zu erwarten ist, dass Endanleger den Exit ihres Verwalters als negatives Signal über dessen Fähigkeiten zur Selektion der „richtigen“ Wertpapiere ex ante auffassen werden.⁴²⁴ Während die Unglaubwürdigkeit von Exit-Drohungen hier aber an strenge Annahmen und Voraussetzungen geknüpft ist,⁴²⁵ liegt sie bei der passiven Verwaltung für alle Beteiligten unmittelbar auf der Hand. Die fehlende Untermuerung von Stewardship-Aktivitäten mit einer impliziten Exit-Drohung würde im obigen Modell bedeuten, dass ihr (erwarteter) Ertrag für passive Verwalter geringer ausfallen könnte als für aktive Verwalter.

Von den Auswirkungen der fehlenden eigenen Exit-Möglichkeit der passiven Verwalter auf ihre eigenen Stewardship-Anreize zu unterscheiden sind die Auswirkungen passiver Anlagestrategien auf die Steuerungsfunktion der Aktienpreise, die sich aus den Handelsaktivitäten der übrigen Marktteilnehmer ergibt. Insoweit verdienen zwei möglicherweise gegenläufige Kanäle Beachtung. Einerseits könnte eine zunehmende Anzahl von Aktien in den Händen passiver Verwalter die Angebotsituation für entlehbare Wertpapiere verbessern,⁴²⁶ was zu einem Abbau faktischer Leerverkaufsbeschränkungen und dadurch prinzipiell zu einer Stärkung der Exit-Governance durch Leerverkäufer⁴²⁷ und der Preiseffizienz führen könnte.⁴²⁸ Andererseits stellt sich mit zunehmendem Anteil passiv inves-

is merely well understood to be an element in the situation by all concerned“, Hervorhebung im Original).

424 Vgl. insoweit das Modell von *Dasgupta/Piacentino*, J. Fin. 70 (2015), 2853; mit wiederum weiterer Nuance das Modell von *Cvijanovic/Dasgupta/Zachariadis*, J. Fin. Econ. 144 (2022), 433: Wenn es mehrere Blockholder gibt und ein informierter Blockholder den Exit wagt, dann haben die anderen Blockholder, soweit es sich bei ihnen um Intermediäre handelt, ebenfalls einen Anreiz zum Exit, da andernfalls die Endanleger den Nicht-Exit als negatives Signal über die Fähigkeiten des Verwalters auffassen könnten.

425 Im Modell von *Dasgupta/Piacentino*, J. Fin. 70 (2015), 2853 müssen das proprietäre Interesse des aktiven Verwalters ausreichend gering und die Unterschiede zwischen „guten“ und „schlechten“ Fonds hinreichend groß sein (a.a.O. 2855, 2861 ff.). Zudem müssen sich, wie bei spieltheoretischen Modellen üblich, alle Beteiligten stets optimal verhalten und solches Verhalten auch von den anderen erwarten.

426 Vgl. *Palia/Sokolinski*, SSRN 3335283 (2021), 1 f. (auch zu den Vorzügen passiver statt aktiver Verleiher aus Sicht der Entleiher).

427 Dazu oben § 3 A.I.3.

428 Der positive Zusammenhang zwischen Leerverkaufsmöglichkeiten und Preiseffizienz ist in der empirischen Literatur gut dokumentiert, hier nur *Saffi/Si-*

tierten Kapitals mehr und mehr die Frage, ob und wie sich im Aktienmarkt überhaupt noch informationseffiziente Preise bilden können.⁴²⁹ Praktische Bedeutung dürfte diese letztere Frage hierzulande vor allem in Zukunftsszenarien erlangen, in denen der Anteil passiv verwalteter Beteiligungen kontinuierlich wächst und höhere zweistellige Dimensionen erreicht.

4. Markt für Unternehmenskontrolle

Die Governance-Funktion des Markts für Unternehmenskontrolle folgt in der Theorie einer ähnlichen Logik wie die des Hedgefonds-Aktivismus:⁴³⁰ Schwache Unternehmensführung wird sich früher oder später in nied-

gurdsson, Rev. Fin. Stud. 24 (2011), 821; *Beber/Pagano*, J. Fin. 68 (2013), 343; *Boehmer/Wu*, Rev. Fin. Stud. 26 (2013), 287.

429 Aus theoretischer Sicht z.B. *Brown/Davies*, J. Fin. Econ. 125 (2017), 311 (sinkende Gebühren für passive Verwaltung erhöhen moral-hazard-Risiken bei aktiven Verwaltern, was der Markteffizienz abträglich sein könnte); *Breugem/Buss*, Rev. Fin. Stud. 32 (2019), 2260 (Informationseffizienz sinkt, je mehr institutionelle Investoren sich um Performance relativ zu einem Benchmark sorgen); *Kacperczyk/Nosal/Sundaresan*, SSRN 3137803 (2022) (Preiseffizienz sinkt in relativer Größe des passiven Sektors); *Bond/García*, Rev. Fin. Stud. 35 (2022), 3175 (aggregierte Preiseffizienz sinkt, aber relative Preiseffizienz steigt mit sinkenden Kosten indexbasierter Strategien); mit anderen Schlussfolgerungen hingegen *Coles/Heath/Ringgenberg*, J. Fin. Econ. 145 (2022), 665 (kein Effekt auf Markteffizienz, da im Gleichgewicht Anteil informierter Investoren unter den aktiven Investoren größer ausfällt, wenn Kosten passiver Anlage sinken); aus empirischer Sicht z.B. *Israeli/Lee/Sridharan*, Rev. Acc. Stud. 22 (2017), 1048 (negativer Zusammenhang zwischen Beteiligungshöhe von ETFs und Indikatoren für Markteffizienz); *Ben-David/Franzoni/Moussawi*, J. Fin. 73 (2018), 2471 (höhere Volatilität und stärkere negative Autokorrelation der Aktienpreise bei höherer Beteiligungsquote von ETFs); siehe aber auch *Abn/Patatoukas*, J. Fin. Quant. Anal. 57 (2022), 2022 (höhere Preiseffizienz für MicroCap-Stocks nach Aufnahme in den Russell 2000).

430 Der Begriff geht zurück auf den Beitrag von *Manne*, J. Pol. Econ. 73 (1965), 110; allgemein zur Bedeutung für die Corporate Governance etwa *Coffee*, Colum. L. Rev. 84 (1984), 1145, 1199 ff.; *Easterbrook/Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law (1991), S. 162 ff.; skeptisch unter dem Blickwinkel des Koordinationsproblems der Aktionäre allerdings *Grossman/Hart*, Bell J. Econ. 11 (1980), 42 (der einzelne Aktionär hat keinen Anreiz, seine Aktien anzudienen, solange bei Erfolg der Übernahme die verbleibenden Aktionäre in vollem Umfang von der durch den Bieter realisierbaren Wertsteigerung profitieren); weiterführend zur deshalb unter Umständen hinderlichen Rolle von Offenlegungspflichten des Bieters *Grossman/Hart*, J. Fin. 35 (1980), 323, 327 ff.; Überblick zur frühen

rigeren Aktienpreisen niederschlagen. Das Unternehmen wird dadurch zum attraktiven Ziel für Übernahmeangebote durch spezialisierte Buyout-Fonds oder strategische Käufer, die davon überzeugt sind, das versteckte Potenzial des Unternehmens besser heben zu können als die gegenwärtige Unternehmensführung. Die Aussicht auf eine solche Übernahme wiederum könnte die Unternehmensführungen schon ex ante disziplinieren, im Interesse der Aktionäre zu handeln. Wie sich passiv verwalteter Anteilsbesitz auf die Funktionsfähigkeit dieses Mechanismus auswirkt, hängt entscheidend davon ab, ob und unter welchen Bedingungen passive Verwalter die von ihnen gehaltenen Aktien im Fall eines Übernahmeangebots andienen oder nicht.

Eine zentrale Vorfrage ist dabei, ob ein Unternehmen, das Ziel eines Übernahmeangebots wird, während der Angebotsfrist Teil des Index bleibt, der getrackt werden soll. Scheidet das Übernahmeziel aus dem Index aus, verlangt die passive Anlagestrategie ohnehin einen Abstoß der Beteiligung. Die passive Strategie könnte in diesem Fall eher die Erfolgsaussichten der Übernahme begünstigen. Statt die Beteiligungen zu verkaufen, könnten passive Verwalter sie direkt dem Übernahminteressenten andienen. Aber auch wenn passive Verwalter die Beteiligungen nach Anpassung des Index am Markt veräußern, könnte dies den Marktpreis nach unten treiben und das Angebot des Bieters für andere Aktionäre – einschließlich der Erwerber der abgestoßenen Aktien – attraktiver machen.

Interessanter ist der Fall, dass das Übernahmeziel während der Angebotsfrist im Index verbleibt, wie es etwa die Methodik der DAX-Indizes für Barangebote vorsieht.⁴³¹ Der Umgang mit dieser Situation ist im Kern eine Frage der konkreten Ausgestaltung der passiven Anlagestrategie. Die Andienung an Bieter mag mancher passive Anleger als unerwünschtes aktives Element ablehnen, aus der Überzeugung heraus, dass eine strikte „buy-and-hold“-Strategie langfristig und im Mittel Vorteile gegenüber gelegentlichen kurzfristigen Handelsgewinnen aus der Annahme von Übernahmeangeboten bietet. Andere mögen hier eine pragmatischere Sichtweise haben und die Überrendite aus der Annahme des Angebots als willkommenen „windfall profit“ ansehen, auch basierend auf der Überlegung, dass es sich bei Übernahmeangeboten um Phänomene handelt, die sich innerhalb der neoklassischen Modelle, auf deren Empfehlungen passive Anlagestrategien aufbauen, kaum sinnvoll verorten lassen. Im Fall der pas-

empirischen Literatur bei *Jensen/Ruback*, J. Fin. Econ. 11 (1983), 5; zur späteren etwa bei *Cain/McKeon/Solomon*, J. Fin. Econ. 124 (2017), 464, 466 f.

431 Vgl. Deutsche Börse, Guide to the DAX Equity Indices (2021), Ziff. 2.3, 5.1.6.

siven *Verwaltung* ist die Vorgehensweise hier möglicherweise auch durch die jeweils anwendbaren Anlagebedingungen vorgezeichnet.

Die Beobachtung, dass der „richtige“ Umgang mit Übernahmeangeboten im Grunde eher eine Frage der Anlagephilosophie ist, zeigt, dass mit Blick auf diese enge Frage Raum für eine marktbasiertere Steuerung des Verhaltens der Verwalter bleibt: Wenn Endanleger überwiegend die Annahme von Übernahmeangeboten goutieren, ein Verwalter aber ihre Aktien nicht andient, können die Endanleger prinzipiell zu einem anderen Verwalter wechseln, dessen Anlagebedingungen oder ständige Übung ihren Wünschen eher entsprechen. Raum für Friktionen als Folge von Agenturkonflikten bleibt nur insoweit, als man an der Funktionsfähigkeit dieses Marktmechanismus zweifeln mag, namentlich mit Blick auf die begrenzte Rationalität des Verhaltens der Endanleger oder die im Vergleich zum Ertrag hohen Informations- und Transaktionskosten der Verwalterauswahl anhand dieses speziellen Kriteriums. In diesem Fall verbleibt den Verwaltern ein Spielraum, den sie theoretisch zur Förderung ihrer eigenen Interessen nutzen könnten. Namentlich könnten den Unternehmensführungen allgemein wohlgesonnene Verwalter bei „feindlichen“ Übernahmen im Zweifel von einer Andienung der Aktien absehen oder die Anlagebedingungen von vornherein so strukturieren, dass eine Andienung bei fortdauernder Indexzugehörigkeit nicht in Betracht kommt.

Aus der Praxis wird bisweilen berichtet, dass größere Übernahmen in der Tat unter anderem auch an der zurückhaltenden Andienung durch Indexfonds scheiterten.⁴³² Die großen Vermögensverwalter verweisen hier meist auf ihre Anlagebedingungen, unter denen bei fortbestehender Index-

432 Siehe zur – inzwischen dennoch geglückten – Übernahme der Deutsche Wohnen durch Vonovia etwa das Interview des Vorstandsvorsitzenden *Rolf Buch* im Handelsblatt v. 26.7.2021, S. 1, 4f. („Nun, es ist schon erkennbar, dass der zunehmende Anteil von passiven Investoren solche Transaktionen einfach deutlich schwerer macht [...] Die Diskussion, ob das für große Deals zunehmend zur Hürde wird, ist es sicher wert zu führen. Es wird einfach schwieriger, solche Übernahmen noch erfolgreich durchzuführen.“); ähnliche Berichte auch schon im Zusammenhang mit der angestrebten Übernahme von Stada durch Bain und Cinven, siehe etwa *Schwerdtfeger*, Das Dilemma von BlackRock, Wirtschaftswoche (online) v. 30.6.2017, <https://www.wiwo.de/finanzen/boerse/stada-uebernahme-das-dilemma-von-blackrock/20003772.html>; zu ähnlich gelagerten Problem in den USA und den Auswirkungen auf die Transaktionspraxis *Fox*, Some Tender Offer Quirks, HLS CorpGov Forum v. 2.11.2009, //corpgov.law.harvard.edu/2009/11/02/some-tender-offer-qui//corpgov.law.harvard.edu/2009/11/02/some-tender-offer-quirks/.

zugehörigkeit keine Desinvestition möglich sei.⁴³³ Bei diesem Standpunkt dürfte es sich allerdings genau genommen um eine – wenn auch keineswegs unplausible – *Auslegung* der Anlagebedingungen handeln. In den Bedingungen des BlackRock iShares Core DAX UCITS ETF (DE) etwa kommt das Wort „Übernahmeangebot“ gar nicht vor, als Anlageziel ist jedoch „eine exakte und vollständige Nachbildung des zugrunde liegenden Index“ ausgegeben.⁴³⁴ Zumindest für deutsche Fonds dürften sich gewisse faktische Grenzen für die Gestaltung der Anlagebedingungen auch daraus ergeben, dass die Bezeichnung „Indexfonds“ vorbehaltlich von der BaFin genehmigter Ausnahmen Fonds vorbehalten ist, die mindestens 95 % des Anlagevermögens in mindestens 95 % des Index investieren.⁴³⁵ Die eher hinderliche Rolle, die passiven Vermögensverwaltern hiernach im Rahmen von Übernahmen qua ihrer Anlagebedingungen zukommt, steht in gewissem Kontrast zu ihren Stimmrechtsleitlinien für die Hauptversammlungen: Diese sprechen sich typischerweise strikt gegen Übernahmehindernisse aus.⁴³⁶

C. Empirische Studienlage

Die theoretischen Überlegungen zu den Stewardship-Anreizen passiver Verwalter in Abschnitt B stimmen insgesamt eher pessimistisch: Die Verwalter haben nur geringe eigene Anreize, zugunsten ihrer Endanleger in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften mitzuwirken. Zudem könnten Geschäftsbeziehungen zu den Portfoliogesellschaften und Reputationsaspekte in unterschiedlichen Zusammenhängen dazu führen,

433 *Jansen/Kanning*, Ließen ETF-Anleger die Immobilienfusion platzen?, FAZ (online) v. 26.7.2021, <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/vonovia-liessen-etf-anleger-immobilienfusion-platzen-1745154.html> (mit Stimmen von BlackRock und SSGA, die auf die Verpflichtung zum strikten Index-Tracking verweisen).

434 BlackRock Asset Management Deutschland AG, Verkaufsprospekt einschließlich Anlagebedingungen für den iShares CORE DAX UCITS ETF (DE) (2021), S. 11.

435 Art. 3 Nr. 2 Fondskategorien-Richtlinie (auf Basis des § 4 Abs. 2 KAGB).

436 Siehe etwa BlackRock, Corporate governance and proxy voting guidelines for European, Middle Eastern, and African securities (2021), S. 9 („BlackRock does not support the use of anti-takeover defences.“); Amundi, Voting Policy 2021 (2021), S. 10 („We oppose a priori any permanent or preventive anti-takeover measures, which we often consider to be contrary to the interests of shareholders.“); Beispiele aus proxy voting-Richtlinien für die USA bei *Griffith*, Tex. L. Rev. 98 (2019), 983, 1001 f.

dass die Stewardship-Aktivitäten der Verwalter, soweit sie überhaupt unternommen werden, am Problem der „excessive deference“ leiden: Verwalter könnten ebenso viel oder sogar mehr Rücksicht auf die Interessen der Unternehmensführungen nehmen als auf die Interessen der Endanleger. Der grundlegende Prinzipal-Agent-Konflikt der Corporate Governance, also derjenige zwischen Unternehmensführungen und den eigentlichen Geldgebern (den Endanlegern), würde dadurch nicht gelöst, sondern eher noch verschärft.

Aber findet diese pessimistische Sicht auch Rückhalt in den verfügbaren Daten? Der nachfolgende Abschnitt stellt eine Reihe jüngerer Studien vor, die mit unterschiedlichen Methoden das Stewardship-Verhalten passiver Verwalter untersucht haben. Wie so häufig konzentriert sich die finanzökonomische Literatur zum Thema dabei überwiegend auf den US-Markt (I). Befunde zur Stimmrechtsausübung (II) und dem engagement-Verhalten passiver Verwalter (III) stehen dabei im Großen und Ganzen im Einklang mit der pessimistischen Sichtweise; gerade im Vergleich mit aktiven Verwaltern lassen sich zahlreiche Unterschiede beobachten. Einige Studien haben zudem versucht, die kausalen Effekte der passiven Verwaltung auf die Corporate Governance der Portfoliogesellschaften unter Ausnutzung einer interessanten Diskontinuität innerhalb der Russel-Indizes zu messen (IV). Bei genauerem Hinsehen erweisen sich die meisten „Russel-Studien“ allerdings als nur begrenzt aussagekräftig. Dies gilt auch für eine vielzitierte Studie, die ein insgesamt optimistisches Bild der Rolle passiver Verwalter in der Corporate Governance zeichnete.⁴³⁷

I. USA-Fokus

Zu den konkreten Stewardship-Aktivitäten der passiven Vermögensverwalter speziell in deutschen oder europäischen Gesellschaften liegen nur wenig belastbare Studien vor. Die, soweit ersichtlich, einzige umfangreichere wirtschaftswissenschaftliche Studie speziell auf Basis deutscher Daten untersucht die oben skizzierte Rolle passiver Anleger im Rahmen von Übernahmeangeboten und findet – konsistent mit anekdotischen Beobachtungen – einen negativen Zusammenhang zwischen dem Beteiligungsbesitz von Indexfonds und den Annahmehquoten.⁴³⁸ Die meisten empirischen Studien hingegen nehmen den US-Markt in den Blick. Dieser Fokus dürf-

437 *Appel/Gormley/Keim*, J. Fin. Econ. 121 (2016), 111.

438 *Dobmeier/Lavrova/Schwetzler*, SSRN 3443622 (2019).

te nicht zuletzt auf die weitaus bessere Verfügbarkeit relevanter Daten zurückzuführen sein. Neben der Beteiligungstransparenz⁴³⁹ betrifft dies vor allem die weitergehende Transparenz des Abstimmungsverhaltens von Publikumsfonds.⁴⁴⁰ Auch allgemein sind viele historische, theoretisch öffentlich verfügbare Firmendaten oft nur für US-Emittenten systematisch in Datenbanken erfasst, auf die Forschungsinstitutionen Zugriff haben.

Da die Rechts- und Beteiligungsstrukturen in den USA unterschiedlich sind, können die Ergebnisse von US-Studien im vorliegenden Zusammenhang nicht völlig unesehen auf den deutschen und europäischen Raum übertragen werden. Das Ausmaß der Beteiligungen passiver Vermögensverwalter in den USA ist selbst bei Berücksichtigung der Unterschiede in der Datenlage drastisch höher. Zudem bestehen hier wie dort unterschiedliche Gegengewichte für die Passivität bestimmter Aktionärsblöcke. In den USA spielen Hedgefonds-Aktivismus und Aktionärsklagen eine deutlich größere Rolle als hierzulande, dafür sind große Ankerbeteiligungen dort weniger weit verbreitet. Zudem stellen die Besonderheiten des deutschen Aktienrechts wie das dualistische System und die Arbeitnehmermitbestimmung potenziell verzerrende Faktoren dar.

Umgekehrt sollte man trotz dieser Differenzen den US-Studien aber auch nicht jegliche Aussagekraft für den deutschen europäischen Raum absprechen. Namentlich sollten bei allen Unterschieden zwischen US- und deutschem System auch die Gemeinsamkeiten nicht übersehen werden.⁴⁴¹ Trotz der unterschiedlichen Kompetenzverteilung im Einzelnen sind doch zumindest die Kanäle, über die die passiven Verwalter und andere Aktionäre grundsätzlich Einfluss nehmen können, recht ähnlich: Praktisch relevant sind hier wie dort vor allem die Ausübung förmlicher Stimmrechte und der informelle Austausch mit der exekutiven Geschäftsführung jenseits der Hauptversammlung. Weiterhin handelt es sich bei den großen passiven Investoren in US-amerikanischen, deutschen und europäischen Gesellschaften zu einem nicht unerheblichen Grad um dieselben Verwalter(gruppen).

439 Oben § 2 A.III.1.

440 Unten § 4 A.I.2.

441 Oben § 3 A.II.

II. Stimmrechtsausübung

Unter den Verwaltungsrechten der Aktionäre, die eine Einwirkung auf die Unternehmensführung erlauben, kommt dem Stimmrecht in der Hauptversammlung zentrale Bedeutung zu.⁴⁴² Stimmrechte aus passiv verwalteten Beteiligungen werden in der Regel zwar ausgeübt (1). Bei der Art und Weise der Stimmrechtsausübung wurden jedoch beachtliche Unterschiede im Vergleich zu aktiv verwalteten Beteiligungen dokumentiert (2).

1. „Ob“ der Stimmrechtsausübung

Die vielleicht simpelste Metrik zur Charakterisierung der Stewardship-Praxis eines Verwalters ist, ob dieser zumindest die Stimmrechte aus den von ihm verwalteten Aktien wahrnimmt. Laut einem Bericht des Analysehauses Morningstar üben passive Verwalter die Stimmrechte in der Regel immerhin für den überwiegenden Teil ihres Portfolios aus.⁴⁴³ Angesichts der noch zu erörternden Rechtspflichten mit Blick auf die Stimmrechtsausübung ist dieser Befund wenig überraschend.⁴⁴⁴ Zur systematischen Nicht-Ausübung von Stimmrechten kann es vor allem im Zusammenhang mit Wertpapierfinanzierungstransaktionen kommen: Soweit Vermögensverwalter Aktien von Portfoliogesellschaften über den Hauptversammlungstermin verleihen (dürfen),⁴⁴⁵ werden die aus ihnen fließenden Stimmrechte in der Praxis meist weder vom verleihenden Verwalter noch vom Entleiher ausgeübt.⁴⁴⁶ Das Gleiche gilt für Stimmrechte aus mit ETF-Portfolios identischen Aktienkörben, die Leerverkäufer von ETF-Anteilen den Verleihern der Anteile als Sicherheit leisten.⁴⁴⁷

442 Vgl. K. Schmidt/Lutter/Ziemons, § 12 AktG Rn. 3 (Stimmrecht als „wichtigste[s] Verwaltungsrecht“); MüKoAktG/Heider, § 12 AktG Rn. 6 (zwar lediglich Verwaltungsrecht, aber gleichwohl Haupt- und nicht nur Hilfsrecht); zurückhaltender KKAktG/Dauner-Lieb, § 12 AktG Rn. 5 (andere Mitgliedschaftsrechte für den einzelnen Aktionär oft wichtiger).

443 Morningstar, *Passive Fund Stewardship* (2017), S. 11.

444 Vgl. unten § 4 A.I.1, § 4 A.II und § 4 B.I.2.

445 Vgl. unten § 4 A.I.1 und § 4 B.I.2.

446 Morningstar, *Passive Fund Stewardship* (2017), S. 12.

447 Ausführlich zu Entstehung, Problemen und Konsequenzen solcher „phantom ETF shares“ Evans/Karakas/Moussawi/Young, ECGI Finance Working Paper No 763/2021 (2022) (mit Schätzung, dass das Volumen solcher Phantomanteile in den USA im Schnitt etwa 14 % des marktweiten ETF-Besitzes ausmacht, a.a.O. 4).

Besonderheiten gelten zudem bei synthetisch replizierenden ETFs. Diese bilden die Entwicklung des Index meist über Total Return Swaps ab. Synthetische ETFs genossen im europäischen Raum anfänglich große Popularität, haben in den vergangenen zehn Jahren aber kontinuierlich an Bedeutung verloren: Laut Morningstar belief sich ihr Marktanteil Ende 2020 im Bereich der Eigenkapitalanlage auf 35 % des europäischen ETF-Geschäfts, gegenüber 46 % im Jahr 2010.⁴⁴⁸ Zum Einsatz kommen sie heutzutage vor allem aus steuerlichen Gründen zur grenzüberschreitenden Anlage am US-Markt.⁴⁴⁹ Aus Corporate Governance-Sicht sind synthetische ETFs deshalb besonders problematisch, weil die zugrundeliegenden Swaps typischerweise mit *physischen* Aktienkörben besichert werden – und Stimmrechte aus diesen Sicherheiten wiederum werden in der Regel nicht ausgeübt.⁴⁵⁰

2. „Wie“ der Stimmrechtsausübung

Die Stimmrechtsausübung als solche ist grundsätzlich kein besonders aussagekräftiger Indikator für die Qualität der Stewardship-Aktivitäten eines Verwalters. Stimmrechte können schließlich auch mechanisch in blinder Gefolgschaft von Empfehlungen der Unternehmensführungen oder der Stimmrechtsberater ausgeübt werden. Verantwortungsvolle Stewardship zeichnet sich gerade durch eine informierte Stimmrechtsausübung nach konkreter und kritischer Auseinandersetzung mit dem Geschehen in der Gesellschaft aus. Interessanter als das „Ob“ ist daher das „Wie“ der Stimmrechtsausübung.

Untersuchungen haben insoweit zunächst wiederholt gezeigt, dass Divergenzen im Stimmrechtsverhalten unterschiedlicher Fonds derselben Verwaltergruppe großen Seltenheitswert haben.⁴⁵¹ Die Verwalter üben die Stimmrechte ganz überwiegend über alle von ihnen verwalteten Fonds

448 Morningstar, *Spotlight on Synthetic ETFs in Europe* (2021), S. 2 f. mit Abbildung 1.

449 Morningstar, *Spotlight on Synthetic ETFs in Europe* (2021), S. 3 f. mit Abbildung 2; siehe auch *Johnson*, *BlackRock performs volte-face with swap-based equity ETF*, *Financial Times* (online) v. 30.9.2020, <https://www.ft.com/content/6600bd7f-5433-47d3-a2df-04411e6de75b>.

450 Morningstar, *Passive Fund Stewardship* (2017), S. 11 f.

451 Vgl. die empirischen Ergebnisse bei *Morgan/Poulsen/Wolf/Yang*, *J. Corp. Fin.* 17 (2011), 914, 919 ff.; *Cai/Walking*, *J. Fin. Quant. Anal.* 46 (2011), 299, 311; *Fichtner/Heemskerck/Garcia-Bernardo*, *Business and Politics* 2017, 298, 316 f.; siehe auch Morningstar, *Passive Fund Stewardship* (2017), S. 14.

hinweg einheitlich aus. Das Abstimmungsverhalten der großen Verwaltergruppen wird dabei in der Regel in zentralen „Stewardship-Abteilungen“ koordiniert.

Über die Einzelheiten der gruppenweiten Organisation der Stewardship-Aktivitäten der passiven Vermögensverwalter ist insgesamt nur wenig öffentlich bekannt. Eine Morningstar-Umfrage aus dem Jahr 2017 unter den 12 weltweit größten ETF-Anbietern (mit insgesamt über 20 Billionen USD AuM) zeigte allerdings, dass die Stewardship-Abteilungen der einschlägigen Akteure in der Praxis mitunter erstaunlich dünn besetzt sind. Für BlackRock fiel das Stewardship-Team im Jahr 2017 mit 33 Mitgliedern am größten aus, für zahlreiche andere Verwalter – einschließlich Amundi und DWS – lag die Zahl im niedrigen bis mittleren einstelligen Bereich.⁴⁵² Dem Morningstar-Bericht zufolge planten die meisten Verwalter zwar, ihre Stewardship-Teams künftig auszubauen.⁴⁵³ Inwieweit diese Ambitionen eingelöst wurden, lässt sich auf Basis öffentlich verfügbarer Daten aber nur schwer überprüfen. Die BlackRock-Gruppe gibt auf ihrer Internetseite an, dass das Stewardship-Team inzwischen mehr als 50 Mitglieder hat.⁴⁵⁴ Zur Betreuung von mehr als 16.000 Hauptversammlungen scheint dies gleichwohl eher knapp kalkuliert.⁴⁵⁵

Angesichts der Informationsknappheit betreffend die Aktivitäten der Stewardship-Abteilungen haben Forscher kaum Möglichkeiten, das Verhalten der Vermögensverwalter *im Vorfeld* der Hauptversammlungen zu quantifizieren. Einen innovativen, wenngleich auch höchst approximativen Ansatz zur Überwindung dieses Problems verfolgt eine Studie, die sich Metadaten zu Dokumentabfragen im EDGAR-Portal der SEC im Vorfeld von Hauptversammlungen von über 3.500 US-Emittenten zwischen 2011 und 2017 zunutze macht.⁴⁵⁶ Obwohl die IP-Adressen in den von der SEC veröffentlichten Datensätzen teilweise anonymisiert sind, können sie in bestimmten Fällen großen Vermögensverwaltern und anderen institutionellen Investoren zugeordnet werden.⁴⁵⁷ Neben zahlreichen anderen Analysen zeigen die Autoren, dass Vermögensverwalter umso seltener proxy statements abrufen, je größer der Anteil von Indexfonds in ihrem Produkt-

452 Morningstar, *Passive Fund Stewardship* (2017), S. 19.

453 Morningstar, *Passive Fund Stewardship* (2017), S. 20.

454 <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/investment-stewardship#about-us>.

455 Vgl. auch die weiterführenden Analysen bei *Bebchuk/Hirst*, *Colum. L. Rev.* 119 (2019), 2029, 2079 f.

456 *Iliev/Kalodimos/Lowry*, *Rev. Fin. Stud.* 34 (2021), 5581.

457 *Iliev/Kalodimos/Lowry*, *Rev. Fin. Stud.* 34 (2021), 5581, 5586 ff.

portfolio ausfällt.⁴⁵⁸ Auch wenn sich aus diesem Befund kaum ableiten lassen dürfte, dass passive Verwalter generell schlechter informiert sind, ist er doch zumindest nicht inkonsistent mit der These, dass diese Verwalter geringere Anreize als aktive Verwalter haben, sich mit dem konkreten Geschehen in den Portfoliogesellschaften auseinanderzusetzen.

Günstiger ist die Datenlage für eine Analyse des eigentlichen Abstimmungsverhaltens der Vermögensverwalter in den Hauptversammlungen von US-Gesellschaften. Das Abstimmungsverhalten von US-Publikumsfonds unterliegt seit 2004 relativ weitreichenden Transparenzvorgaben.⁴⁵⁹ Spezialisierte Datenbanken wie ISS Analytics sammeln diese Informationen und machen sie interessierten Marktteilnehmern und Forschern in einfach handhabbarer Form zugänglich.⁴⁶⁰ Inzwischen liegen zahlreiche Studien vor, die diese Abstimmungsdaten mit unterschiedlichen Methoden und Erkenntniszielen unter die Lupe genommen haben.⁴⁶¹ Die für Zwecke der vorliegenden Untersuchung wohl wichtigste Studie stammt aus der Feder von *Davidson Heath, Daniele Macciocchi, Roni Michaely* und *Matthew C. Ringgenberg* (im Text im Folgenden: *Heath et al.*) und befasst sich mit der Fragestellung „Do Index Funds Monitor?“⁴⁶²

458 *Iliev/Kalodimos/Lowry*, Rev. Fin. Stud. 34 (2021), 5581, 5601 ff. mit Tabelle 4.

459 Unten § 4 A.I.2.

460 Zur Formatierung der Daten in den Primärquellen und den damit zusammenhängenden Problemen noch unten § 5 A.II.1.

461 Unter methodischen Gesichtspunkten interessant vor allem die Analysen von *Bolton/Li/Ravina/Rosenthal*, J. Fin. Econ. 137 (2020), 320 (Verortung institutioneller Investoren nach ihrer „Ideologie“ auf einem Rechts-Links-Spektrum) und *Bubb/Catan*, Rev. Fin. Stud. 35 (2022), 2839 (Ermittlung einer „Parteistruktur“ von US-Fonds in US-Gesellschaften mit Methoden des Machine Learning); siehe ferner etwa *Iliev/Lowry*, Rev. Fin. Stud. 28 (2015), 446 (Untersuchung der Ausrichtung des Abstimmungsverhaltens von Publikumsfonds an ISS-Empfehlungen (mit Fokus auf aktiven Fonds)); *He/Huang/Zhao*, J. Fin. Econ. 134 (2019), 400 (Abstimmungsverhalten in Common Ownership-Situationen, allerdings ohne Differenzierung zwischen aktiven und passiven Anlegern); *Iselin/Liao/Zhang*, Cont. Acc. Res. 38 (2021), 2157 (Abstimmungsverhalten bei indirekt verflochtenen Kreditinstituten); *Cremers/Romano*, Am. L. Econ. Rev. 13 (2011), 220 (Abschätzung der Auswirkungen der Einführung der Abstimmungstransparenz); jeweils zum Zusammenhang zwischen Abstimmungsverhalten und Geschäftsbeziehungen im Bereich der betrieblichen Altersvorsorge *Davis/Kim*, J. Fin. Econ. 85 (2007), 552; *Asbraff/Jayaraman/Ryan*, J. Fin. Quant. Anal. 47 (2012), 567; *Cvijanović/Dasgupta/Zachariadis*, J. Fin. 71 (2016), 2933.

462 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, Rev. Fin. Stud. 35 (2022), 91. Speziell zum Stimmrechtsverhalten der Indexfonds auch *Farizo*, SSRN 3559783 (2022) und zu dem der Big Three *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2091 ff. und *Boone/Gillan/Towner*, SSRN 2831550 (2020), 16 ff., jeweils aber

Die Analysen von *Heath et al.* beruhen auf Daten zur Stimmrechtsausübung aller US-Publikumsfonds mit AuM von mehr als 10 Mio. USD in Hauptversammlungen von Russell 3000-Gesellschaften (Russell 1000 plus Russell 2000) zwischen 2004 und 2018.⁴⁶³ Der Fokus der Studie liegt auf Unterschieden im Abstimmungsverhalten zwischen aktiven und passiven Fonds bei „umstrittenen“ Abstimmungsgegenständen.⁴⁶⁴ Als solche definieren *Heath et al.* diejenigen Abstimmungsgegenstände, bei denen die Abstimmungsempfehlungen der Unternehmensführung und des Stimmrechtsberaters ISS auseinanderfallen.⁴⁶⁵

Heath et al. stellen zunächst fest, dass bei nicht umstrittenen Abstimmungsgegenständen keine wesentlichen Unterschiede bestehen: Stimmen die Empfehlung der Unternehmensführung und die ISS-Empfehlung überein, folgen im Regelfall sowohl aktive als auch passive Fonds dieser Empfehlung.⁴⁶⁶ Bei umstrittenen Abstimmungsgegenständen hingegen folgen Indexfonds im Schnitt deutlich öfter der Empfehlung der Unternehmensführung als aktive Fonds und enthalten sich seltener. Natürlich verhält es sich nicht so, dass Indexfonds praktisch immer und aktive Fonds quasi nie mit der Unternehmensführung abstimmen. Der Unterschied ist aber quantitativ durchaus beachtlich: War die Empfehlung der Unternehmensführung „ja“, die ISS-Empfehlung hingegen „nein“, stimmten Indexfonds

mit weniger umfangreichem Datensatz und weniger aufwendiger Methodik als *Heath et al.*; mit Fokus auf einzelnen governance-relevanten Abstimmungsgegenständen *Hsieh/Li/Tang*, *J. Corp. Fin.* 66 (2020), 101692, 4 ff.; mit kleinerer Stichprobe und speziell mit Blick auf ESG-bezogene Abstimmungsgegenstände *Griffin*, *Del. J. Corp. L.* 44 (2020), 167, 189 ff. Auch *Bubb/Catan*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 2839 differenzieren bei ihrer Parteistruktur-Analyse stellenweise zwischen aktiven und passiven Verwaltern; diese grenzen sie allerdings nur nach einer sehr groben Regel ab (Grenzwert von 50 % passiv verwalteter AuM, a.a.O. 2870). Zudem gehört in ihrer Analyse am Ende der Großteil der Fonds derselben Partei („Traditional Governance Party“) an (a.a.O. 2841 mit Tabelle 1, 2850 f. mit Abbildung 1); aus der Zugehörigkeit der Big Three zu dieser Partei dürfte sich daher nicht allzu viel schließen lassen.

463 *Heath/Macciochi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 100 ff.

464 *Farizo*, SSRN 2831550 (2022) untersucht demgegenüber allein die Abstimmungsentscheidungen von Indexfonds mit Blick darauf, ob diese anders ausfallen, wenn der jeweilige Verwalter an der jeweiligen Gesellschaft auch über aktive Fonds beteiligt ist.

465 *Heath/Macciochi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 111 f.

466 *Heath/Macciochi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 111 mit Tabelle 4.

in 53,4% der Fälle mit „ja“, aktive Fonds hingegen nur in 43,9% der Fälle.⁴⁶⁷

Gegen diesen deskriptiven Querschnittsbefund könnte man einwenden, dass aktive und passive Fonds möglicherweise in unterschiedlichem Umfang an verschiedenen Gesellschaften beteiligt waren und sich bestimmte Zeiteffekte oder Unternehmenseigenschaften sowohl auf die Fondsbeteiligungen als auch auf die Abstimmungsentscheidungen ausgewirkt haben könnten. Der reichhaltige Datensatz erlaubt es *Heath et al.* allerdings, auch die Abstimmungsentscheidungen von Index- und aktiven Fonds innerhalb der einzelnen Gesellschaften miteinander zu vergleichen.⁴⁶⁸ Der Unterschied zwischen Indexfonds und aktiven Fonds fällt dabei noch etwas größer aus als im Querschnitt.⁴⁶⁹ Bei Differenzierung zwischen verschiedenen Arten von Abstimmungsgegenständen zeigt sich, dass die Unterschiede im Abstimmungsverhalten von passiven und aktiven Fonds vor allem durch Abstimmungsgegenstände betreffend das Board of Directors und Vergütungsthemen getrieben sind.⁴⁷⁰

Die Analysen von *Heath et al.* zeigen zudem, dass die Wahrscheinlichkeit, dass ein Indexfonds bei umstrittenen Abstimmungsgegenständen der Empfehlung der Unternehmensführung folgt, in der Kostenquote des Fonds sinkt.⁴⁷¹ Fonds mit geringerem α stimmen also häufiger mit der Unternehmensführung ab. Dieser Effekt ist nicht nur statistisch hochsignifikant (1%-Niveau), sondern auch großemäßig erheblich.⁴⁷² Eine Erhö-

467 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 111 mit Tabelle 4.

468 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 114. *Heath et al.* nutzen hierzu eine Panel-Regression mit festen Effekten (fixed effects) für sämtliche Emittenten und Jahre (a.a.O. 11). Dabei werden für jedes Jahr und jeden Emittenten eigene Kontrollvariablen in das Regressionsmodell aufgenommen, welche die im Querschnitt möglicherweise verzerrend wirkenden emittenten- bzw. zeitabhängigen Effekte absorbieren; vgl. auch *Angrist/Prischke*, *Mostly Harmless Econometrics* (2009), S. 22.

469 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 113 f. mit Tabelle 5.

470 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 116 f. mit Tabelle 6. Über die Unterschiede im Detail lässt sich hier allerdings wenig sagen, da *Heath et al.* die unterschiedlichen Abstimmungsgegenstände nur nach recht grobem Raster und über bestimmte Schlüsselwörter identifizieren (a.a.O. Appendix A.2).

471 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 113 f. mit Tabelle 5.

472 Zur zentralen Bedeutung der Unterscheidung zwischen statistischer Signifikanz und Effektgröße im Rahmen der Rezeption empirischer Arbeiten *Hamann*,

hung der Gebühren um 25 Basispunkte korrespondiert mit einer um 7,2 Prozentpunkte höheren Wahrscheinlichkeit, dass ein Indexfonds bei umstrittenen Gegenständen entgegen den Empfehlungen der Unternehmensführung abstimmt.⁴⁷³ Für aktive Fonds finden *Heath et al.* keinen solchen Kostenquoteneffekt.⁴⁷⁴

Im Rahmen der soeben beschriebenen Analysen unterscheiden *Heath et al.* aktive und passive Fonds mithilfe einer sog. Dummy-Variablen, die eins beträgt, wenn es sich bei dem betrachteten Fonds um einen Indexfonds handelt, und null sonst. Es werden also die Abstimmungsentscheidungen einzelner Fonds miteinander verglichen. Da die Stimmrechte häufig über alle Fonds eines Verwalters hinweg einheitlich ausgeübt werden, ist neben dem Abstimmungsverhalten auf Fondsebene aber gerade auch das Abstimmungsverhalten auf Verwalterebene – im Englischen ist häufig von der „fund family“ die Rede – von Interesse. Die Schwierigkeit der empirischen Messung besteht hier allerdings darin, dass die Fonds eines Verwalters ihre Stimmrechte zwar sehr häufig, aber nicht notwendigerweise immer parallel ausüben. „Die“ Abstimmungsentscheidung des Verwalters gibt es daher nicht unbedingt. Um den Aspekt der Koordination auf der Verwalterebene zu adressieren, führen *Heath et al.* eine Analyse durch, in der sie nicht binär mithilfe einer Dummy-Variablen zwischen Indexfonds und anderen Fonds unterscheiden, sondern als maßgebliche unabhängige⁴⁷⁵ Variable den prozentualen Anteil passiv verwalteter AuM im Gesamtportfolio des jeweiligen Verwalters betrachten.⁴⁷⁶ Die Ergebnisse ändern sich dadurch

Evidenzbasierte Jurisprudenz (2014), S. 113 ff.: Die intuitiven Assoziationen, die das Wort „Signifikanz“ hervorruft, dürfen nicht darüber hinwegtäuschen, dass das eigentlich relevante Ergebnis die Effektgröße ist.

473 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, Rev. Fin. Stud. 35 (2022), 91, 114.

474 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, Rev. Fin. Stud. 35 (2022), 91, 113 f. mit Tabelle 5.

475 Als „unabhängige Variablen“ werden in einem Regressionsmodell diejenigen Variablen bezeichnet, die die vermuteten Ursachen quantifizieren, während die „abhängige Variable“ die vermutete Folge quantifiziert (hier: Dummy-Variable für das Abstimmungsergebnis); *Hamann*, Evidenzbasierte Jurisprudenz (2014), S. 66.

476 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, Rev. Fin. Stud. 35 (2022), 91, 115 f. mit Abbildung 6 und Internet Appendix Abschnitt A.1. Demgegenüber betrachtet *Farizo*, SSRN 3559783 (2022) in der Hauptspezifikation eine Dummy-Variable, die angibt, ob aktive Fonds derselben Gruppe eine Beteiligung an einem Emittenten halten, und in der Robustheitsanalyse eine kontinuierliche Variable, die ohne Gewichtung nach AuM den zahlenmäßigen Anteil der Indexfonds an allen Fonds der Gruppe angibt.

qualitativ nicht und werden quantitativ sogar noch etwas größer. Je höher der Anteil passiv verwalteter AuM im Gesamtportfolio des Verwalters ausfällt, desto eher folgen die einzelnen Fonds bei streitigen Abstimmungsgegenständen den Empfehlungen der Unternehmensführung – unabhängig davon, ob sie selbst eine aktive oder passive Anlagestrategie verfolgen.⁴⁷⁷ Der Effekt ist besonders beachtlich für die Fonds der Big Three. Verglichen mit anderen großen Verwaltern (definiert als solche mit AuM von mehr als 100 Mrd. USD) folgen sie bei umstrittenen Abstimmungsgegenständen mit um 25 Prozentpunkte höherer Wahrscheinlichkeit den Vorschlägen der Unternehmensführung.⁴⁷⁸

Die Ergebnisse von *Heath et al.* indizieren, dass passive Verwalter im Konfliktfall deutlich weniger empfänglich für die Empfehlungen von Stimmrechtsberatern zu sein scheinen als aktive Verwalter. Soweit man davon ausgeht, dass Stimmrechtsberater in der Corporate Governance eine prinzipiell nützliche Funktion erfüllen, wird dieser Mechanismus durch die zunehmende Verbreitung passiv verwalteten Aktienkapitals hiernach ein Stück weit geschwächt.

Zu ähnlichen Befunden gelangt ein Arbeitspapier, das sich mit dem Abstimmungsverhalten von US-Fonds im Rahmen von proxy fights befasst, die durch aktivistische Hedgefonds initiiert wurden. Nach den Analysen der Autoren stimmten passive Fonds bei derartigen proxy fights in den USA zwischen 2006 und 2017 mit um 10 Prozentpunkte höherer Wahrscheinlichkeit als aktive Fonds mit der Unternehmensführung gegen die Vorschläge des Aktivisten zur Neubesetzung von Direktorenposten und innerhalb der passiven Fonds wiederum neigten die Big Three eher zur Unterstützung der Unternehmensführungen als andere Verwaltergruppen.⁴⁷⁹ Weiterführende Analysen zeigen zudem, dass es bei Gesellschaften mit „dissidenten-freundlicherer“ Aktionärsbasis tendenziell häufiger

477 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, Rev. Fin. Stud. 35 (2022), 91, Internet Appendix Abschnitt A.1. mit Tabelle A1.

478 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, Rev. Fin. Stud. 35 (2022), 91, Internet Appendix Abschnitt A.1. mit Tabelle A1. Dasselbe zeigt sich in den Daten von *Farizo*, SSRN 3559783 (2022), 16 ff. mit Tabelle 2 und Fn. 16; darüber kann auch der kreative Titel des Beitrags („(Black)Rock the Vote: Index Funds and Opposition to Management“) nicht hinwegtäuschen.

479 *Brav/Jiang/Li/Pinnington*, ECGI Finance Working Paper No 601/2019 (2021), 24 ff. mit Tabellen 7 und 8. Siehe auch die Robustheitsanalyse bei *Kedia/Starks/Wang*, Rev. Corp. Fin. Stud. 10 (2021), 1, 33 („Some of the passive owners, however, are friendly to activists, while many are not.“). Nach der grobmaschigen Kategorisierung der Autoren dieser Studie (a.a.O. 9 ff.) qualifizieren die Big Three allerdings als aktivismus-freundlich.

überhaupt erst zu proxy fights kommt.⁴⁸⁰ Wie die Autoren betonen, verhält sich zwar keineswegs so, dass passive Fonds niemals aktivistische Kampagnen unterstützen und quasi „automatisch“ den Vorschlägen der Unternehmensführungen folgen.⁴⁸¹ Geht man davon aus, dass aktivistische Hedgefonds grundsätzlich eine nützliche Funktion in der Corporate Governance erfüllen, stimmen die Ergebnisse gleichwohl eher pessimistisch, was die Bedeutung der passiven Vermögensverwalter für diesen Governance-Kanal angeht.

Ein weiteres Arbeitspapier untersucht – wenngleich mit etwas weniger anspruchsvoller Methodik – das Abstimmungsverhalten von britischen und US-amerikanischen Vermögensverwaltern im Rahmen aktivistischer Kampagnen in UK-Gesellschaften und stellt insoweit keine signifikanten Unterschiede im Abstimmungsverhalten zwischen Verwaltern mit überwiegend passiven und überwiegend aktiven Portfolios fest.⁴⁸² Dieser Befund spricht nicht wirklich für die These, dass passive Investoren als besonders effektive „Katalysatoren“ aktivistischer Kampagnen fungieren könnten, wenngleich er auch nicht indiziert, dass die Verschiebungen von aktiver hin zu passiver Verwaltung die Chancen der Aktivisten verschlechtern. Allerdings finden nach der Analyse des Autors die Forderungen aktivistischer Hedgefonds ganz allgemein wenig Gehör bei (anderen) Vermögensverwaltern.⁴⁸³

III. Engagements

Dem informellen Austausch mit der Geschäftsführung kommt für die Corporate Governance börsennotierter Gesellschaften eine juristisch oft schwer greifbare, aber praktisch kaum zu unterschätzende Bedeutung zu.⁴⁸⁴ Die informelle Natur der engagements erschwert es dabei, Ausmaß und Qualität von Stewardship-Aktivitäten zu objektivieren und über verschiedene Vermögensverwalter und Portfoliogesellschaften hinweg zu ver-

480 *Brav/Jiang/Li/Pinnington*, ECGI Finance Working Paper No 601/2019 (2021), 32 mit Tabelle 10.

481 Vgl. die Diskussion der Ergebnisse bei *Brav/Jiang/Li/Pinnington*, ECGI Finance Working Paper No 601/2019 (2021), 4f. sowie die graphische Darstellung a.a.O. 21 mit Abbildung 2.

482 *Gomtsian*, J. Corp. L. Stud. __ (2021), __, 29.

483 *Gomtsian*, J. Corp. L. Stud. __ (2021), __, 25 ff. mit Tabelle 3.

484 Oben § 3 A.I.2.

gleichen.⁴⁸⁵ Teilweise konnten Forscher zwar Fallstudien auf Basis vertraulicher Daten durchführen, die von einzelnen Vermögensverwaltern zur Verfügung gestellt wurden.⁴⁸⁶ Im Vordergrund standen hier aber in der Regel Vermögensverwalter, die aktive Strategien verfolgen. Ohnehin sind solche Fallstudien – ebenso wie Umfragen – nicht notwendigerweise repräsentativ, da die Mitwirkung seitens der untersuchten Verwalter auf rein freiwilliger Basis erfolgt und sich möglicherweise gerade diejenigen Verwalter mit einer besonders stewardship-freundlichen Haltung berufen fühlen, an solchen Studien teilzunehmen.⁴⁸⁷

Öffentlich ist über die engagement-Praxis der passiven Verwalter vergleichsweise wenig bekannt. Viele große Vermögensverwalter publizieren zwar jedes Jahr einen „Stewardship-Bericht“, in dem sie damit werben, mit Hunderten oder Tausenden Portfoliogesellschaften engagements durchgeführt zu haben. Es bestehen aber keine allgemein akzeptierten Standards dafür, welche Qualität und Intensität eine Kontaktaufnahme haben muss, um als engagement zu zählen.⁴⁸⁸ Die engagement-bezogenen Angaben sind daher nur schwer über verschiedene Verwalter hinweg und im Zeitverlauf vergleichbar.⁴⁸⁹ Zudem könnten die Verwalter aus Reputationsgründen geneigt sein, sich in ihren Berichten der Öffentlichkeit gegenüber als möglichst verantwortungsvolle Stewards zu präsentieren.

Unabhängig von der Tendenz zu blumigen Darstellungen fällt bei Durchsicht der Stewardship-Berichte allerdings auf, dass selbst die größten Verwalter in aller Regel nur mit einem Bruchteil ihrer Portfoliogesellschaften in Kontakt treten.⁴⁹⁰ Die von BlackRock im Stewardship-Bericht

485 Vgl. *Franks*, Oxf. Rev. Econ. Pol. 36 (2020), 258, 267 („relatively little direct evidence on how asset managers engage with portfolio companies“); *Heinen*, Institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater (2019), S. 28.

486 Aus jüngerer Zeit etwa *Becht/Franks/Wagner*, ECGI Finance Working Paper No 751/2021 (2021); *Hoepner/Oikonomou/Sautner/Starks/Zhou*, ECGI Finance Working Paper No 671/2020 (2022); Überblick zu weiteren Studien bei *Dasgupta/Fos/Sautner*, Found. Trends Finance 12 (2021), 276, 340 f.

487 Vgl. *Dasgupta/Fos/Sautner*, Found. Trends Finance 12 (2021), 276, 341.

488 Vgl. Morningstar, Passive Fund Stewardship (2017), S. 15 („While for some, a fact-finding meeting or call with a company is enough to be recorded as an engagement, others apply a more stringent definition, only classifying meaningful interactions with companies as engagements, specifically those aimed at bringing about change.“).

489 Morningstar, Passive Fund Stewardship (2017), S. 15; ebenso *Winterhalder*, Indexfonds in der Corporate Governance (2022), S. 166 f. im Lichte einer ausführlichen Auswertung der Berichte ausgewählter Verwalter.

490 Vgl. auch die weiterführenden Analysen zum engagement-Verhalten der Big Three bei *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2084 ff.

2020 angegebenen 3.043 engagements machen als absolute Zahl zwar Eindruck.⁴⁹¹ Die Zahl impliziert aber zugleich, dass es mit den über 10.000 anderen Portfoliogesellschaften kein einziges engagement gab. Bei den DAX-Gesellschaften gab es zwar mit immerhin 25 Gesellschaften engagements, im MDAX waren es hingegen nur 15 und im SDAX null.⁴⁹² Andere Verwalter teilen in ihren Berichten meist noch viel geringere Zahlen von engagements mit. Vanguard etwa gibt in seinem Bericht für das Jahr 2020 engagements mit insgesamt 655 Emittenten an bei über 12.000 Portfoliogesellschaften (DAX: 14, MDAX: 7, SDAX: 0),⁴⁹³ bei DWS waren es etwas über 450 (DAX: 19, MDAX: 19, SDAX: 4).⁴⁹⁴ Eine eingehendere Analyse der engagement-Listen der Big Three hat gezeigt, dass der mit Abstand wichtigste Faktor für die Wahrscheinlichkeit, dass ein Emittent mit einem engagement bedacht wird, die Beteiligungshöhe des jeweiligen Verwalters ist.⁴⁹⁵

Auch *Heath et al.* setzen sich in ihrer Studie mit der Bedeutung informeller Einflusskanäle auseinander. Ausgangspunkt ihrer Analyse ist die folgende Überlegung: Die ex post beobachtete höhere Übereinstimmung von Abstimmungsentscheidungen der Indexfonds und Empfehlungen der Unternehmensführungen bedeutet nicht zwangsläufig, dass die passiven Vermögensverwalter den Unternehmensführungen lange Leine geben. Möglicherweise ist ihr Einfluss auf die Portfoliogesellschaften so groß, dass die Vorschläge der Unternehmensführungen von vornherein ihre Präferenzen reflektieren. Abstimmungsgegenstände, bei denen die Vorstellungen der Unternehmensführungen und der passiven Verwalter auseinanderfallen, so die These, gelangen dann von vornherein nicht oder seltener auf die Tagesordnung.⁴⁹⁶ *Heath et al.* zeigen allerdings in zwei Analysen,

491 Vgl. BlackRock, Investment Stewardship Annual Report 2020 (2020), S. 67.

492 Vgl. Auflistung der engagements bei BlackRock, Investment Stewardship Annual Report 2020 (2020), Appendix IV; der Zählung liegt die Indexzusammensetzung zum 31.12.2020 zugrunde.

493 Vgl. Vanguard, Investment Stewardship 2020 Annual Report (2021), S. 5, 36 ff.

494 Vgl. DWS, Active Ownership (2021), S. 3, 41 ff. Bei Amundi, Engagement Report 2020 (2021) findet sich keine Angabe, mit welchen Emittenten im Einzelnen engagements (insgesamt mit 878 Portfoliogesellschaften, a.a.O. S. 8) stattfanden.

495 *Azar/Duro/Kadach/Ormazabal*, J. Fin. Econ. 142 (2021), 674, 679 ff. mit Tabelle 3.

496 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, Rev. Fin. Stud. 35 (2022), 91, 119; siehe auch *Hsieh/Li/Tang*, J. Corp. Fin. 66 (2020), 101692, 6 ff., die mit weniger anspruchsvoller Methodik (Regressionen mit Dummy-Variablen für das Erscheinen bestimmter Abstimmungsgegenstände auf der Agenda als abhängige Variablen und dem Anteil passiv gehaltenen Kapitals als unabhängiger Variable)

dass diese Theorie wenig Rückhalt in den Daten findet. Erstens stimmen Indexfonds auch häufiger als aktive Fonds mit den Unternehmensführungen gegen umstrittene Vorschläge, die von anderen Aktionären auf die Tagesordnung gesetzt wurden (shareholder proposals).⁴⁹⁷ Nach der skizzierten „engagement-Theorie“ dürfte sich hier aber eigentlich kein Unterschied beobachten lassen, da die shareholder proposals prinzipiell unabhängig vom etwaigen informellen Einfluss der passiven Verwalter auf die Unternehmensführungen zur Abstimmung gelangen.⁴⁹⁸ Zweitens zeigen *Heath et al.*, dass eine zunehmende Beteiligung von Indexfonds in ihren Daten keinen signifikanten Einfluss auf die absolute Zahl oder den relativen Anteil umstrittener Abstimmungsgegenstände hat, und zwar sowohl bei Vorschlägen der Unternehmensführungen als auch bei Aktionärsvorschlägen.⁴⁹⁹ Auch der Anteil von Vorschlägen, die von den Unternehmensführungen eingeführt und in den Hauptversammlungen angenommen werden, ändert sich nicht.⁵⁰⁰ Hätten Indexfonds wirklich einen Einfluss hinter den Kulissen, würde man allerdings erwarten, dass umstrittene Abstimmungsgegenstände seltener werden und mehr Vorschläge der Unternehmensführungen durchgewunken werden.⁵⁰¹ Ein schwach signifikanter Effekt zeigt sich allein mit Blick auf die Erfolgsquote von shareholder proposals.⁵⁰² Dieser ist allerdings negativ und damit eher konsistent mit der Sichtweise, dass es mit zunehmenden passiv verwalteten Beteiligungen für aktivistische Aktionäre schwieriger wird, sich mit ihren Forderungen gegen die Unternehmensführungen durchzusetzen.

„suggestive evidence“ (a.a.O. 2) präsentieren, dass vor allem passive Fonds über „behind the scenes“-Kanäle Einfluss nehmen. Die ökonomische Erheblichkeit ihrer statistisch signifikanten Ergebnisse (vgl. oben Fn. 472) hält sich aber überwiegend in Grenzen. In den Regressionsergebnissen ist etwa eine Erhöhung der von passiven Fonds gehaltenen Beteiligungen um eine ganze Standardabweichung mit einer um 0,3 Prozentpunkte höheren Wahrscheinlichkeit verbunden, dass die Einführung oder Erneuerung einer „poison pill“ auf der Agenda steht (a.a.O. 7).

497 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 119 f. mit Tabelle 8.

498 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 119.

499 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 120 f. mit Tabelle 8. An dieser Stelle nutzen *Heath u.a.* nicht das oben erläuterte Panel-Modell, sondern das unten § 3 C.IV.5 näher erläuterte Indexwechsler-Modell.

500 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 120 mit Tabelle 8 (Punktschätzung von 0,00).

501 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 120.

502 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 120 f. mit Tabelle 8.

IV. Russell-Studien

Gerade weil sich zahlreiche Stewardship-Aktivitäten nur schwer direkt beobachten lassen, sind empirische Forscher häufig daran interessiert, die kausalen Effekte bestimmter Beteiligungsstrukturen auf interne Governance-Strukturen, Finanzergebnisse oder andere Variablen zu messen, ohne im Einzelnen die Mechanismen zu identifizieren, über die diese Effekte vermittelt werden. Bei der Messung der Effekte passiv verwalteter Beteiligungen stellt sich allerdings ein für die empirische Corporate Finance-Forschung typisches Endogenitätsproblem (1). Zahlreiche Studien haben es in den vergangenen Jahren unternommen, dieses grundlegende Problem unter Ausnutzung einer interessanten Diskontinuität in den Russell-Indizes zu bewältigen (2). Große Aufmerksamkeit hat dabei eine Studie erlangt, die ein insgesamt optimistisches Bild von der Rolle passiver Verwalter in der Corporate Governance zeichnete (3). Weitere Studien präsentierten ähnlich optimistisch stimmende Befunde (4). Andere – darunter auch die Studie von *Heath et al.* – kamen hingegen zu gegenteiligen Ergebnissen (5). Eindeutige und generelle Rückschlüsse auf die kausalen Effekte der passiven Verwaltung lassen die Russell-Studien am Ende kaum zu (6).

1. Das grundlegende Endogenitätsproblem

Der Begriff der „Endogenität“ durchzieht die moderne empirische Wirtschaftsforschung wie kaum ein zweiter. In der Fachliteratur wird er gemeinhin definiert als das Problem, dass der Fehlerterm in einer Regression mit den unabhängigen Variablen korreliert.⁵⁰³ Mit dieser technischen Definition kann freilich nur etwas anfangen, wer sich ausreichend tief mit den Grundlagen der Regressionsanalyse befasst hat – und auf diesem Weg ohnehin schon ein gutes Verständnis für den Begriff entwickelt haben wird. Intuitiv gesprochen handelt es sich um einen Oberbegriff für die Gründe, auf Basis derer sich in Zweifel ziehen lässt, ob ein statistisches Modell die

503 Etwa *Roberts/Whited*, in: *Handbook of the Economics of Finance* (2013), S. 494 („Arguably, the most important and pervasive issue confronting studies in empirical corporate finance is endogeneity, which we can loosely define as a correlation between the error term and the explanatory variables in a regression.“).

Kausalzusammenhänge der Realität adäquat abbildet, und nicht nur die Korrelationen.⁵⁰⁴

Wenn es z.B. nur Emittenten mit guter Corporate Governance in Auswahlindizes schaffen, mag die Anteilseignerschaft durch Indexfonds mit wünschenswerten Unternehmenseigenschaften korrelieren. Sie hat auf diese aber keinen kausalen Effekt. Allgemeiner können sich verschiedene Faktoren sowohl auf die Beteiligungsstrukturen als auch auf bestimmte Ergebnisvariablen auswirken. Bleiben diese Faktoren im Modell außen vor, kommt es zu Scheinkorrelationen. Wenn z.B. fähige CEOs einerseits mehr in Forschung und Entwicklung investieren und andererseits bestimmte Klientele von Investoren anziehen, korrelieren bestimmte Beteiligungskennzahlen mit Forschungsausgaben und anderen Variablen (z.B. Patenzitate), aber es besteht kein kausaler Zusammenhang. Solche und andere Unternehmenseigenschaften ziehen zwar nicht direkt Indexfonds und andere passive Investoren an. Sie können sich aber unmittelbar oder mittelbar auf Indexzugehörigkeiten auswirken und diese wiederum haben oft entscheidende Bedeutung für die Höhe der Beteiligungen in den Händen passiver Vermögensverwalter.

Aus den genannten Gründen rund um das Problem „nur bestimmte Emittenten schaffen es in den Index“ wäre es problematisch, schlicht bestimmte Firmenvariablen als abhängige Variable und den Anteil passiv gehaltenen Kapitals als unabhängige Variable zu betrachten, um die Effekte passiver Vermögensverwaltung zu untersuchen. Auch der Indexeintritt ist grundsätzlich kein geeignetes Ereignis, um solche Effekte zu identifizieren. Abgesehen davon, dass Indexwechsel ihrerseits endogen sein können, treten gerade bei besonders populären Indizes wie dem S&P 500 um den Eintrittszeitpunkt herum oft verschiedene andere, möglicherweise verzerrende Effekte auf.⁵⁰⁵

504 Ähnlich *Hamann*, Evidenzbasierte Jurisprudenz (2014), S. 144 („Endogenität in all ihren Ausprägungen ist letztlich nichts Neues, sondern nur eine andere Formulierung dafür, dass Korrelationsstudien eben Korrelationen ermitteln, und Korrelationen noch keinen Kausalzusammenhang belegen.“).

505 Umfassend zu den Auswirkungen des Indexeintritts im S&P 500 aus empirischer Sicht zuletzt *Bennett/Stulz/Wang*, NBER Working Paper No 27593 (2020).

2. Das Russell-Setting

Um die kausalen Effekte passiver Anteilseignerschaft zu identifizieren, wäre es nützlich, wenn sich Unterschiede im Ausmaß passiver Beteiligungen isolieren ließen, bei denen plausibel erscheint, dass sie nicht bereits ihrerseits auf Unterschiede in den interessierenden abhängigen Variablen zurückzuführen sind. Auf der Suche nach einer möglichen Quelle solch *exogener* Variation der Beteiligungsquoten passiver Verwalter sind Forscher auf eine interessante Anomalie gestoßen, die sich im Übergangsbereich der Indizes Russell 1000 und Russell 2000 abspielt.⁵⁰⁶ Diese Anomalie wurde inzwischen von mehr als zwanzig Studien ausgenutzt, um die kausalen Effekte passiv verwalteter Beteiligungen, aber auch institutioneller Beteiligungen im Allgemein zu identifizieren. Um zu verstehen, warum und inwieweit hier tatsächlich kein Endogenitätsproblem besteht, muss man sich einige Einzelheiten der Indexmethode der Russell-Indizes vergegenwärtigen.

Wie bereits im Rahmen des internationalen Vergleichs der Beteiligungsdaten beschrieben,⁵⁰⁷ enthält der Russell 1000 grob gesprochen die größten 1000 Aktienemittenten an US-amerikanischen Börsen und der Russell 2000 die nächsten 2000. Zusammen bilden sie den Russell 3000. Der Russell 3000E enthält darüber hinaus alle weiteren Aktienemittenten im US-Anlageuniversum bis zu einer Obergrenze von 4000 Konstituenten.⁵⁰⁸ Bis einschließlich 2006 erfolgte die Zuordnung zu den Indizes einmal jährlich allein auf Basis eines Rankings aller Emittenten nach ihrer Marktkapitalisierung.⁵⁰⁹ Die 1000 größten Unternehmen in diesem Ranking waren zugleich die Konstituenten des Russell 1000. Wer von Rang 999 auf Rang 1001 fiel, musste wechseln. Russell legte dabei im Grundsatz die vollen Marktkapitalisierungen zugrunde, also den Aktienkurs mal die Anzahl aller ausstehenden Aktien. In der Praxis bestehen im Detail allerdings oft mehrere Wege, die Marktkapitalisierung zu berechnen. Wie Russell hier genau vorging, ist nicht bekannt und die Rankings, die der Indexzuordnung zugrunde lagen, wurden nicht veröffentlicht. Transparent waren nur die Indexgewichte. Die Gewichtung innerhalb der Indizes erfolgte zwar im

506 Siehe Übersicht bei *Glossner*, SSRN 3180776 (2020), 2f. mit Tabelle 1; *Appel/Gormley/Keim*, SSRN 2641548 (2020), 1 mit Appendix Tabelle 1.

507 Oben § 2 D.

508 FTSE Russell, Russell U.S. Equity Indexes (2021), Ziff. 6.10.1.

509 Beschreibung der Indexmethodik in diesem Absatz auf Basis der Erläuterung bei *Appel/Gormley/Keim*, SSRN 2641548 (2020), 3 f.

Grundsatz ebenfalls auf Basis der Marktkapitalisierungen. Insoweit stellte Russell aber auf die Streubesitzmarktkapitalisierung ab. Dabei wurden verschiedene Abzüge von der Gesamtzahl ausstehender Aktien vorgenommen, namentlich für solche Aktien, die zu größeren und längerfristigen Blockbeteiligungen gehörten.

Die Anomalie, die das Interesse der Forschung weckte, war die Beobachtung, dass die Unternehmen mit den geringsten Indexgewichten im Russell 1000 auffällig unterschiedliche Beteiligungsstrukturen hatten als die Unternehmen mit den höchsten Indexgewichten im Russell 2000. Namentlich wiesen die Unternehmen am „oberen Ende“ des Russell 2000 einen größeren Anteil passiv verwalteten und auch anderen institutionellen Anteilsbesitzes auf als diejenigen am „unteren Ende“ des Russell 1000.⁵¹⁰ Daran schloss sich die folgende Erwägung an: Da die Zuordnung zu den Indizes nach rein mechanischen Kriterien erfolgt, ist es im Übergangsbereich der Indizes eine Frage des Zufalls, ob ein Emittent im Russell 1000 oder im Russell 2000 landet.⁵¹¹ Soweit sich die Beteiligungsverhältnisse am oberen bzw. unteren Ende der Indizes unterscheiden, bestehen daher im Ausgangspunkt weniger Bedenken, dass die Beteiligungsstrukturen endogen sein könnten.⁵¹² Es schien daher ein vielversprechendes Forschungsdesign, zur Analyse der Effekte von Beteiligungsstrukturen die Unternehmen nahe des Übergangs vom Russell 1000 zum Russell 2000 zu vergleichen.

Dieser Gedankengang leidet aber an einem großen Problem. Die Rankings auf Basis der Indexgewichte sind wie oben beschrieben nämlich nicht dieselben Rankings wie diejenigen, auf deren Basis die Zuordnung zu den Indizes erfolgt. Die Reihenfolge der letztendlichen Indexgewichte sagt wenig über die Position im Zuordnungsranking aus. Das eine Ranking erfolgt auf Basis der Streubesitzmarktkapitalisierungen, das andere auf Basis der vollen Marktkapitalisierungen. Emittenten können ohne Weiteres im Zuordnungsranking relativ weit oben stehen, aber im Indexgewichtsranking relativ weit unten. Für diese Emittenten ist es keineswegs eine reine Frage des Zufalls, ob sie im Russell 1000 oder im Russell 2000 landen. Die Faktoren, die dazu führen, dass die Positionen im Zu-

510 Vgl. die graphischen Darstellungen bei *Boone/White*, J. Fin. Econ. 117 (2015), 508, 515 mit Abbildung 3; *Appel/Gormley/Keim*, J. Fin. Econ. 121 (2016), 111, 119f. mit Abbildungen 2 und 3; *Crane/Michenaud/Weston*, Rev. Fin. Stud. 29 (2016), 1377, 1389 mit Abbildung 2.

511 *Wei/Young*, SSRN 2780660 (2019), 9.

512 Vgl. *Appel/Gormley/Keim*, J. Fin. Econ. 121 (2016), 111, 120.

ordnungs- und Gewichtungsrangking auseinanderfallen, stellen dabei auch die Vergleichbarkeit der Unternehmen am vermeintlich unteren Ende des Russell 1000 mit denen am oberen Ende des Russell 2000 in Frage. Die ersteren sind in der Tendenz größer und weisen – vor allem wohl in Folge höherer Blockbeteiligungen – einen geringeren Streubesitzanteil auf.⁵¹³ Von exogener Variation in den Beteiligungsstrukturen kann dann von vornherein keine Rede mehr sein.⁵¹⁴

Forschungsdesigns, die den „Übergangsbereich“ zwischen dem Russell 1000 und dem Russell 2000 auf Basis der Indexgewichte bestimmen, haben daher mit gravierenden Selektionseffekten zu kämpfen.⁵¹⁵ Der Übergangsbereich muss vielmehr auf Basis der Zuordnungsrankings bestimmt werden. Die Zuordnungsrankings wiederum sind nicht öffentlich bekannt. Forscher können sie nur approximieren, da nicht vollständig klar ist, wie genau die entsprechenden (vollen) Marktkapitalisierungen berechnet werden müssen.⁵¹⁶ Dabei gibt es offenbar bessere und schlechtere Approximationen, je nachdem, welche Datensätze verwendet werden.⁵¹⁷ Spätere Analysen haben gezeigt, dass bei dieser Vorgehensweise die Unterschiede im allgemeinen institutionellen Anteilsbesitz am Indexübergang praktisch vollständig verschwinden, konsistent mit Selektionseffekten infolge der Streubesitzkorrekturen (je weniger Streubesitz es gibt, desto weniger % SAK wird von Institutionellen gehalten).⁵¹⁸ Dieser Befund ist wichtig, weil er zeigt, dass sich die Effekte institutioneller Beteiligungen im Allgemeinen nicht im Russell-Setting analysieren lassen. Studien, die dies gleichwohl unternommen haben, sind als überholt anzusehen.⁵¹⁹

513 Vgl. *Wei/Young*, SSRN 2780660 (2019), 11, 21 mit Abbildung 2; *Glossner*, SSRN 3180776 (2020), 8 mit Abbildung 2.

514 Vgl. *Glossner*, SSRN 3180776 (2020), 8 f.

515 Vgl. *Glossner*, SSRN 3180776 (2020), 9 („severe selection bias“). Dieses Problem ist bereits lange bekannt, vgl. etwa *Mullins*, Arbeitspapier (2014), 15 f.; *Chang/Hong/Liskovich*, *Rev. Fin. Stud.* 28 (2015), 212, 222 und Internet Appendix Abschnitt 2; *Appel/Gormley/Keim*, *J. Fin. Econ.* 121 (2016), 111, 121. *Appel/Gormley/Keim*, SSRN 2641548 (2020), 17 äußern vor diesem Hintergrund ihr Erstaunen darüber, dass „[d]espite these warnings, numerous papers continue[d] to use this flawed estimation strategy“; siehe auch noch unten Fn. 519.

516 Vgl. *Wei/Young*, SSRN 2780660 (2019), 6, die in Abgrenzung zu den tatsächlichen Zuordnungsrankings von „researcher-constructed rankings“ sprechen.

517 Vgl. *Glossner*, SSRN 3180776 (2020), 13.

518 Vgl. *Glossner*, SSRN 3180776 (2020), 8 f., 11 mit Abbildung 2; *Wei/Young*, SSRN 2780660 (2019), 9 ff. mit Abbildungen 2 bis 4.

519 Vgl. *Wei/Young*, SSRN 2780660 (2019), 24; Übersicht der betroffenen Arbeiten bei *Glossner*, SSRN 3180776 (2020), 3 mit Tabelle 1. Besonders erstaunlich

Noch nichts gesagt ist damit allerdings über die Leistungsfähigkeit des Russell-Settings für Untersuchungen der Effekte speziell der passiven Vermögensverwalter. Insoweit verschwindet die Anomalie auch bei Berücksichtigung der unterschiedlichen Rankingkriterien nicht: Eine Untersuchung auf Basis sorgfältig approximierter Zuordnungsrankings kommt etwa zu dem Ergebnis, dass Indexfonds zwischen 1998 und 2006 im Schnitt in der Tat höhere Beteiligungen an den oberen 250 Russell 2000-Emittenten als an den unteren Russell 1000-Emittenten hielten.⁵²⁰ Der überzeugendste Erklärungsansatz für dieses Phänomen ist, dass im Betrachtungszeitraum relativ zur Marktkapitalisierung des Gesamtindex mehr Vermögen in passiven Produkten auf den Russell 2000 als auf den Russell 1000 steckte.⁵²¹ Es gab im Übergangsbereich von Russell 1000 und 2000 also in der Tat eine weitgehend exogene Variation der Beteiligungsquoten passiver Verwalter, die man prinzipiell für das Studium der kausalen Effekte passiver Vermögensverwaltung ausnutzen könnte.

Im Jahr 2007 hat Russell den scharfen Übergang zwischen dem Russell 2000 und dem Russell 1000 durch ein sog. „Banding-System“ ersetzt. Seit-

scheint es, dass es trotz der in Teilen des Fachpublikums bekannten (vgl. Fn. 515) und auch mit ökonomischen Grundlagenkenntnissen leicht nachvollziehbaren Problematik gleich mehrere Beiträge in Top-Journals geschafft haben. Wie die Übersicht bei *Glossner* a.a.O. zeigt, waren auch die von den einschlägigen Studien implizierten Unterschiede in den institutionellen Beteiligungen am Indexübergang viel zu hoch, um auch nur ansatzweise plausibel zu sein, vgl. *Glossner* a.a.O. 11 („18.4 – 32.6 percentage points difference in institutional ownership is absurd given the total amount of passive assets benchmarked to the two Russell indexes“).

520 *Glossner*, SSRN 3180776 (2020), 12 f. mit Tabelle 5.

521 Vgl. die Daten bei *Chang/Hong/Liskovich*, *Rev. Fin. Stud.* 28 (2015), 212, 223 mit Tabelle 1; siehe auch *Appel/Gormley/Keim*, SSRN 2641548 (2020), 6 mit Fn. 7 und *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 108 mit Tabelle 2 (durchschnittliche aggregierte Beteiligungsquote von Russell 2000-Indexfonds fast zehn Mal höher als für Russell 1000-Indexfonds). Ein anderer Begründungsansatz stellt darauf ab, dass Indexfonds auf den Russell 1000 darauf verzichten könnten, die Beteiligungen am unteren Ende des Index mit ihrem theoretischen Indexgewicht zu halten, da sich Schwankungen in den Marktwerten der einschlägigen Emittenten kaum auf den Tracking-Error auswirken, vgl. *Appel/Gormley/Keim*, *J. Fin. Econ.* 121 (2016), 111, 118. Dieser Begründungsansatz trägt aus den genannten Gründen aber nur insoweit, als sowohl die Indexgewichte als auch die Position im Zuordnungsranking niedrig sind. Die bei *Appel/Gormley/Keim*, *J. Fin. Econ.* 121 (2016), 111, 119 präsentierten Daten scheinen zu zeigen, dass der Unterschiedsbetrag in ihrem Datensatz über den gesamten Übergangsbereich hinweg recht konstant war. Beachte in diesem Zusammenhang ferner Fn. 136 und zugehörigen Text.

her wird um den Platz 1000 herum jedes Jahr ein großzügiger Übergangsbereich gebildet.⁵²² Indexwechsel finden für bisherige Konstituenten erst statt, wenn sie die jeweilige Grenze des Übergangsbereichs über- bzw. unterschreiten.⁵²³ Das Banding führt dazu, dass es keinen artifiziellen Schnitt mehr bei Platz 1000 des Zuordnungsrankings gibt, sondern zwei solche Schnitte jeweils am oberen und unteren Ende des Übergangsbereichs.⁵²⁴ Die robuste Identifikation von Unterschieden zwischen Emittenten an den Indexgrenzen wird dadurch weiter erschwert.

3. „Passive investors, not passive owners“?

Die wohl bekannteste Untersuchung im Russell-Setting ist eine Studie von *Ian R. Appel, Todd A. Gormley* und *Donald B. Keim*, die 2016 unter der bedeutungsschweren Überschrift „Passive investors, not passive owners“⁵²⁵ im *Journal of Financial Economics* veröffentlicht wurde.⁵²⁶ Die Autoren finden in dieser Studie einen positiven und scheinbar kausal interpretierbaren positiven Zusammenhang zwischen passiv verwalteten Beteiligungen und der Anzahl unabhängiger Direktoren und einen negativen Zusammenhang mit dem Vorliegen von „poison pills“ als wichtigem Übernahmehindernis und von Dual Class-Strukturen.⁵²⁷ Zudem finden *Appel*,

522 FTSE Russell, *Russell U.S. Equity Indexes* (2021), Ziff. 6.10.2. Die genaue Breite des Übergangsbereichs wird dabei relativ zur kumulativen Marktkapitalisierung des Russell 3000E bestimmt und variiert von Jahr zu Jahr; typischerweise reicht der Übergangsbereich offenbar in etwa von Rang 800 bis 1200, vgl. *Appel/Gormley/Keim*, SSRN 2641548 (2020), 5.

523 Vereinfachtes Beispiel bei FTSE Russell, *Russell U.S. Equity Indexes* (2021), Ziff. 6.11.

524 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 102.

525 Der Titel ist angelehnt an *Booream*, *Passive investors, not passive owners*, *Vanguard Blog* v. 20.6.2013, <https://global.vanguard.com/portal/site/institutional/ch/en/articles/research-and-commentary/topical-insights/passive-investors-passive-owners-tlor>.

526 *Appel/Gormley/Keim*, *J. Fin. Econ.* 121 (2016), 111. Eine Google Scholar-Abfrage am 23.11.2021 ergab 309 Zitate der Studie seit Anfang 2020, etwas mehr als die 274 Zitate der enorm einflussreichen Studie von *Azar/Schmalz/Teu*, *J. Fin.* 73 (2018), 1513 zu den antikompetitiven Effekten von Common Ownership und deutlich mehr als die 196 Zitate des grundlegenden Beitrags von *Bebchuk/Hirst*, *Colum. L. Rev.* 119 (2019), 2029. Die Studie von *Heath et al.*, die bereits 2018 auf SSRN vorveröffentlicht wurde und im folgenden Jahr als ECGI Finance Working Paper 638/2019 zirkulierte, bringt es auf 48 Zitate.

527 *Appel/Gormley/Keim*, *J. Fin. Econ.* 121 (2016), 111, 124 ff.

Gormley und *Keim* einen positiven Zusammenhang zwischen Profitabilität und passiver Anteilseignerschaft, den sie als Konsequenz der infolge der Präferenzen der passiven Investoren veränderten Governance-Strukturen interpretieren.⁵²⁸ Im rechtswissenschaftlichen Schrifttum wird die Studie nicht selten unkritisch als Beleg dafür angeführt, dass die Stewardship-Anreize der passiven Vermögensverwalter besser seien als ihr Ruf.⁵²⁹ Der im vorliegenden Unterabschnitt unternommene Blick in die Details scheint vor diesem Hintergrund umso mehr geboten.

Appel, *Gormley* und *Keim* betrachten in ihrer Studie den Zeitraum zwischen 1998 und 2006, in dem es noch die scharfe Grenze zwischen den Russell-Indizes gab. Das ökonometrische Design, das *Appel*, *Gormley* und *Keim* verwenden, vergleicht dabei nicht die Effekte, die nach einem Indexwechsel auftreten.⁵³⁰ Vielmehr werden generell die Unterschiede zwischen Emittenten am oberen und unteren Ende des jeweiligen Index betrachtet. Gegenüber der reinen Betrachtung von Indexwechslern hat dieser Ansatz unter anderem den Vorteil, dass er nicht davon abhängt, dass sich die Effekte passiv verwalteten Anteilsbesitzes innerhalb einer bestimmten Zeit-

528 *Appel/Gormley/Keim*, J. Fin. Econ. 121 (2016), 111, 129f. mit Tabelle 10. Der Effekt ist allerdings nur in einer bestimmten Spezifikation mit einer Kontrollvariablen für Indexwechsel signifikant. Nach Interpretation der Autoren könnte dies deshalb der Fall sein, weil die Verbesserungen bei der Performance erst einige Zeit nach den Änderungen in der Anteilseignerstruktur auftreten.

529 Beispielhaft aus der deutschen Literatur *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre im deutschen Aktienrecht (2019), S. 62 (Verweis auf Studienergebnisse, „die aufzeigen konnten, dass passive Investoren in vielen Fällen durchaus Einfluss auf ihre Beteiligungsunternehmen ausüben wollten und konnten“). Aus der internationalen Literatur etwa *Enriques/Romano*, Arizona L. Rev. 64 (2022), 51, 66 mit Fn. 66, die die Studie von *Appel*, *Gormley* und *Keim* als Beleg für die Aussage „[t]hat institutional owners influence companies is well-known“ zitieren; mit einer Ausnahme (*Aghion/Van Reenen/Zingales*, Am. Econ. Rev. 103 (2013), 277: positiver Effekt institutioneller Anteilseignerschaft auf Innovationskraft) handelt es sich bei allen weiteren Belegen, die in der Fußnote angeführt werden, um Studien, die das Russell-Setting auf institutionelle Investoren im Allgemeinen anwenden und die daher als überholt anzusehen sind (oben Fn. 519 und zugehöriger Text).

530 *Appel*, *Gormley* und *Keim* nutzen ein Instrumentenvariablenverfahren (allgemein dazu *Roberts/Whited*, in: Handbook of the Economics of Finance (2013), S. 511 ff.), bei dem die Indexzugehörigkeit als Instrument dient: In einem ersten Schritt wird der Anteil passiver Beteiligungen auf Basis der Indexzugehörigkeit und verschiedener Kontrollvariablen geschätzt, ehe dann in einem zweiten Schritt die interessierenden abhängigen Variablen auf diese geschätzten Beteiligungsquoten regressiert werden.

spanne nach dem Wechsel und der damit einhergehenden Änderung der Beteiligungsverhältnisse materialisieren.⁵³¹

Im Einzelnen sieht sich die Methode, die *Appel*, *Gormley* und *Keim* verwenden, allerdings nicht ganz unwichtigen Einwänden ausgesetzt.⁵³² So berücksichtigen die Autoren zwar im Ausgangspunkt, dass der Rang im Indexgewichtsranking ein Endogenitätsproblem hat und daher nicht als unabhängige Variable in Regressionsgleichungen verwendet werden sollte.⁵³³ Gleichwohl wählen sie aber die Untersuchungspopulation auf Grundlage ebendieses Rankings aus: In der Grundspezifikation werden die 250 obersten bzw. untersten Emittenten beider Indizes auf Basis der Gewichtsrankings betrachtet.⁵³⁴ Eine knappe Robustheitsanalyse soll zwar zeigen, dass sich auch bei Auswahl der Untersuchungsgesamtheit auf Basis eines geschätzten Zuordnungsranks entsprechende Effekte zeigen.⁵³⁵ Dieses Verhältnis von Grundmodell und Robustheitscheck ergibt aber wenig Sinn. *Appel*, *Gormley* und *Keim* schaffen damit unnötig Raum für die oben beschriebenen Selektionseffekte.⁵³⁶ Weiterhin trägt möglicherweise auch die Approximationsmethode für die von Russell

531 Vgl. *Appel/Gormley/Keim*, SSRN 2641548 (2020), 27 („[T]he relevant variation might be the sustained differences in ownership and index assignment that occurs among stocks that do not switch indexes.“). Zu „Wechsler-Studien“ noch unten § 3 C.IV.5.

532 Neben den beiden im Text genannten Kritikpunkten lässt sich auch darüber streiten, ob das von *Appel*, *Gormley* und *Keim* gewählte Instrumentenvariablenverfahren (Fn. 530) wirklich das Mittel der Wahl ist. *Glossner*, SSRN 3180776 (2020), 20 empfiehlt auf Basis simulationsbasierter Vergleiche die Verwendung eines (Fuzzy) Regression Discontinuity Designs; ähnlich *Wei/Young*, SSRN 2780660 (2019), 13 ff., die zeigen, dass gängige Einwände gegen die Verwendung dieser Methode im Russell-Setting nicht tragen. *Heath et al.* wiederum haben darauf hingewiesen, dass auch das Regression Discontinuity Design im vorliegenden Zusammenhang problematisch ist, da Messfehler in der die Diskontinuität treibenden Variable (sog. „forcing variable“; im Russell-Setting ist dies die für das Zuordnungsrang maßgebliche Marktkapitalisierung) zu Scheinkorrelationen führen können, siehe *Heath/Macciocchi/Michael/Ringgenberg*, Rev. Fin. Stud. 35 (2022), 91, 105 f. mit Abbildung 4; vertiefend aus ökonomischer Sicht *Pei/Shen*, in: *Regression Discontinuity Designs* (2017). Siehe aber auch die Diskussion bei *Appel/Gormley/Keim*, SSRN 2641548 (2020), 18 ff., die bestimmte Vorzüge ihres Instrumentenvariablenansatzes hervorheben.

533 *Appel/Gormley/Keim*, J. Fin. Econ. 121 (2016), 111, 121.

534 *Appel/Gormley/Keim*, J. Fin. Econ. 121 (2016), 111, 116.

535 *Appel/Gormley/Keim*, J. Fin. Econ. 121 (2016), 111, 133 mit Appendix-Tabelle A.9.

536 Vgl. *Glossner*, SSRN 3180776 (2020), 15 f.; *Appel/Gormley/Keim*, SSRN 2641548 (2020), 30 f. erkennen das Problem dem Grunde nach an, betonen aber die

verwendeten Marktkapitalisierungen im Design von *Appel, Gormley* und *Keim* dazu bei, dass die Effekte tendenziell überschätzt werden.⁵³⁷ Wohl als Konsequenz dieser Weichenstellungen implizieren die Schätzungen der Autoren, dass der Unterschiedsbetrag passiv verwalteter Beteiligungen zwischen den oberen Russell 2000- und den unteren Russell 1000-Emitenten im Betrachtungszeitraum bei etwa 1,1 Prozentpunkten lag⁵³⁸ – mehr als das Doppelte dessen, was später mit verbesserten Methoden geschätzt wurde.⁵³⁹

Selbst wenn das Delta aber einen ganzen Prozentpunkt betragen hätte, müsste man sich fragen, ob es wirklich plausibel ist, dass bereits eine derart geringe Variation der Beteiligungsquoten zu Effekten führt, die sich selbst in anspruchsvollen ökonomischen Designs noch messen lassen. Dies gilt vor allem vor dem Hintergrund, dass die von *Appel, Gormley* und *Keim* gefundenen Effekte nicht nur statistisch signifikant, sondern teils auch Größenmäßig erheblich sind. *Heath et al.* etwa haben darauf hingewiesen, dass laut den Ergebnissen von *Appel, Gormley* und *Keim* eine Gesellschaft, die im Jahr X dem Russell 2000 zugeordnet ist, im Jahr X+1 mit um 16 Prozentpunkte geringerer Wahrscheinlichkeit eine Dual Class-Struktur hat als eine Russell 1000-Gesellschaft.⁵⁴⁰ Dieser Effekt ist laut *Heath et al.* zu groß, um plausibel sein. Denn eine ausreichend große Variation in der entsprechenden Dummy-Variablen, um diesen Effekt zu erzeugen, gab es offenbar nicht.⁵⁴¹ Wenn ein Regressionsmodell aber signifikante Effekte auf abhängige Variablen findet, wo es solche Effekte nicht geben kann, spricht dies dafür, dass etwas nicht mit der Methodik stimmt.⁵⁴²

Auch wenn man die Ergebnisse von *Appel, Gormley* und *Keim* für bare Münze nähme, sollte ihre Bedeutung für die rechtspolitische Diskussion nicht überschätzt werden. Insbesondere erlauben die Ergebnisse entgegen dem bedeutungsschweren Titel des Papiers keineswegs weitreichende Schlussfolgerungen über die Rolle passiver Verwalter als „active owners“.

ähnlichen Punktschätzungen in ihrem Modell und verweisen im Übrigen auf einen „noise versus bias trade-off“.

537 Vgl. *Glossner*, SSRN 3180776 (2020), 16.

538 *Appel/Gormley/Keim*, *J. Fin. Econ.* 121 (2016), 111, 122 mit Tabelle 2.

539 *Glossner*, SSRN 3180776 (2020), 16 mit Tabelle 6.

540 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 125 und Internet Appendix Abschnitt E.3.

541 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 125 und Internet Appendix Abschnitt E.3.

542 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 125 mit Hinweis auf *Imbens/Lemieux*, *J. Econometrics* 142 (2008), 615, 631 f.

Sie zeigen primär einen Zusammenhang zwischen Beteiligungsstrukturen und bestimmten Governance-Parametern. Deren wünschenswerte Ausprägung kann aber auch schlicht das Ergebnis entsprechender Abstimmungsrichtlinien oder mechanischer Befolgung governance-freundlicher Empfehlungen von Stimmrechtsberatern sein.⁵⁴³ Die agenturtheoretisch motivierte „Passivitätsthese“ sorgt sich hingegen vor allem auch um die schwachen Anreize passiver Vermögensverwalter zur unternehmensspezifischen Überwachung. Über diese hat die Studie wenig zu sagen. Umgekehrt sollte aber auch beachtet werden, dass die Studie ebenso wenig als Beleg für diese These herhält, gerade auch, weil die exogene Variation der Beteiligungsquoten passiver Verwalter im Untersuchungszeitraum so gering war. Zudem wird im Russell-Setting von vornherein nur der Übergang vom Mid-Cap- zum Small-Cap-Segment betrachtet. Im Large-Cap-Segment sind zumindest hierzulande die Beteiligungsquoten der Indexfonds höher, auch führen die höheren Marktkapitalisierungen zu einem höheren Gewicht der entsprechenden Beteiligungen in den Portfolios der passiven Verwalter. Falls sich die Stewardship-Aktivitäten passiver Verwalter überwiegend auf Large-Cap-Emittenten konzentrieren, werden sich im Russell-Setting keine oder nur geringere Effekte messen lassen.

4. Weitere Nicht-Wechsler-Studien

In einer weiteren Studie haben *Appel*, *Gormley* und *Keim* ihren Analyseansatz durch einen Satz zusätzlicher Kontrollvariablen modifiziert, um dem Banding-System Rechnung zu tragen.⁵⁴⁴ In der Untersuchung, die sich mit den Jahren 2008 bis 2014 befasst, betrachten sie die Effekte, die der Beteiligungsbesitz passiver Verwalter auf das Verhalten aktivistischer Aktionäre, namentlich aktivistischer Hedgefonds, hat. *Appel*, *Gormley* und *Keim* finden insoweit zwar keinen signifikanten Effekt auf die Anzahl aktivistischer Kampagnen per se,⁵⁴⁵ stellen aber gewisse Auswirkungen auf die von den Aktivisten angewandten Strategien und den Erfolg der Kampagnen fest.

543 Vgl. auch *Schmidt/Fahlenbrach*, J. Fin. Econ. 124 (2017), 285, 287; *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2102 Fn. 192. Unter diesem Gesichtspunkt überraschen auch Studienergebnisse nicht, die in jüngerer Zeit für die USA einen Zusammenhang zwischen hohen Big Three-Beteiligungen und der Besetzung von Direktorenposten mit Frauen dokumentieren, vgl. *Gormley/Gupta/Matsa/Mortal/Yang*, ECGI Finance Working Paper No 714/2020 (2021), 6.

544 *Appel/Gormley/Keim*, Rev. Fin. Stud. 32 (2019), 2720, 2733 f.

545 *Appel/Gormley/Keim*, Rev. Fin. Stud. 32 (2019), 2720, 2737 ff.

So hatten aktivistische Kampagnen bei Gesellschaften mit höheren Beteiligungen passiver Verwalter etwa häufiger zum Ziel, Direktorenposten zu gewinnen,⁵⁴⁶ es wurden mehr proxy fights geführt⁵⁴⁷ und die auf die Besetzung von Direktorenposten ausgerichteten Kampagnen waren häufiger erfolgreich.⁵⁴⁸ *Appel, Gormley* und *Keim* interpretieren diese Ergebnisse dahin, dass passiv verwaltete Beteiligungen tendenziell die – von den Autoren grundsätzlich als wünschenswert betrachtete – Governance-Rolle aktivistischer Aktionäre begünstigen.⁵⁴⁹ Zu beachten ist allerdings, dass zahlreiche der in dieser zweiten Studie gefundenen Effekte nur schwach signifikant ausfallen (mitunter sogar nur auf dem 10 %-Niveau). Ferner sieht sich die Studie prinzipiell den gleichen methodischen Einwänden ausgesetzt wie die erste Studie.

Eine weitere Studie betrachtet den Zusammenhang zwischen Big Three-Beteiligungen und Treibhausgasemissionen.⁵⁵⁰ In ihrem Grundmodell betrachten die Autoren einen globalen Datensatz mit über 40.000 Firmenjahren zwischen 2005 und 2018 und finden eine negative Korrelation zwischen Big Three-Beteiligungen und Treibhausgasemissionen auf der Emittentenebene.⁵⁵¹ Um Endogenitätsprobleme auszuschließen, führen die Autoren dabei auch eine Robustheitsanalyse gemäß dem banding-adjustierten Ansatz von *Appel, Gormley* und *Keim* im Russell-Setting durch.⁵⁵² Die Analysen der Autoren sollen hier zeigen, dass eine Erhöhung der kumulierten „Big-Three“-Beteiligungen an einem Emittenten um einen Prozentpunkt zu einer Verringerung der Treibhausgasemissionen dieses Emittenten um etwa sieben Prozent führt. Je nach Modellspezifikation fallen die Koeffizienten dabei allerdings nur schwach signifikant aus. Zudem scheint auch hier die Punktschätzung eine ganze Größenordnung zu hoch, um plausibel zu sein. Neben den allgemeinen Problemen des Ansatzes von *Appel, Gormley* und *Keim* könnte die Studie zudem an Messfehlern sowohl in den zentralen abhängigen und unabhängigen Variablen leiden. Big Three-Beteiligungen wurden allein auf Basis aggregierter Fondsbeteiligungen laut FactSet gemessen;⁵⁵³ vor dem Hintergrund des globalen Fokus der Stu-

546 *Appel/Gormley/Keim*, Rev. Fin. Stud. 32 (2019), 2720, 2740 f. mit Tabelle 5.

547 *Appel/Gormley/Keim*, Rev. Fin. Stud. 32 (2019), 2720, 2742 f. mit Tabelle 6.

548 *Appel/Gormley/Keim*, Rev. Fin. Stud. 32 (2019), 2720, 2744 f. mit Tabelle 7.

549 *Appel/Gormley/Keim*, Rev. Fin. Stud. 32 (2019), 2720, 2760.

550 *Azar/Duro/Kadach/Ormazabal*, J. Fin. Econ. 142 (2021), 674.

551 *Azar/Duro/Kadach/Ormazabal*, J. Fin. Econ. 142 (2021), 674, 681 ff. mit Tabelle 4.

552 *Azar/Duro/Kadach/Ormazabal*, J. Fin. Econ. 142 (2021), 674, 689 ff. mit Tabelle 10.

553 *Azar/Duro/Kadach/Ormazabal*, J. Fin. Econ. 142 (2021), 674, 678 und Appendix A.

die ist dieser Ansatz verständlich, gleichwohl werden dadurch die Black-Rock- und SSGA-Beteiligungen unterschätzt.⁵⁵⁴ Mangels verpflichtender und standardisierter Offenlegungsvorgaben lassen ferner die Verfügbarkeit und Qualität von Emissionsdaten oft zu wünschen übrig.⁵⁵⁵

Ein weiteres Arbeitspapier behauptet ebenfalls, positive Effekte passiv verwalteter Beteiligungen auf ESG-Faktoren zu finden.⁵⁵⁶ Die Autoren folgen dabei der Methode von *Appel, Gormley* und *Keim*, betrachten aber stellenweise auch Zeiträume ab 2007, ohne durch zusätzliche Kontrollvariablen dem Banding-System Rechnung zu tragen.⁵⁵⁷ Die untersuchte Ergebnisvariable sind ESG-Ratings des Anbieters KLD.⁵⁵⁸ Eine Untersuchung auf Basis derselben Ratings mit verschiedenen methodischen Verbesserungen konnte keine signifikanten Effekte finden.⁵⁵⁹ Ohnehin ist ganz allgemein zu beachten, dass die Aussagekraft von Studien, die als abhängige oder unabhängige Variable ESG-Ratings eines einzigen Anbieters verwenden, äußerst begrenzt ist. Untersuchungen haben wiederholt gezeigt, dass derartige Ratings über verschiedene Anbieter hinweg kaum vergleichbar sind.⁵⁶⁰

5. Wechsler-Studien

Wie oben erläutert vergleicht das Design von *Appel, Gormley* und *Keim* die „oberen“ Emittenten des Russell 2000 mit den „unteren“ Emittenten des Russell 1000. Eine andere Möglichkeit ist es, die Effekte im Anschluss an einen Indexwechsel zu betrachten, der auf Ebene des jeweiligen Emittenten typischerweise mit einer Änderung des Anteils passiv verwalteter Beteiligungen einhergeht.

554 Oben § 2 C.II.4.

555 Allgemein zu diesem Problemkreis *Steuer*, WM 2021, 1266, 1272; *Steuer/Träger*, J. Fin. Reg. 8 (2022), 1, 36 f.

556 *Hou/Zhang*, SSRN 2827052 (2021).

557 Vgl. Regressionsgleichungen bei *Hou/Zhang*, SSRN 2827052 (2021), 18 f.

558 *Hou/Zhang*, SSRN 2827052 (2021), 19 f.

559 *Glossner*, SSRN 3180776 (2020), 20 ff.

560 Vgl. *Chatterji/Durand/Levine/Touboul*, *Strat. Mgmt. J.* 37 (2016), 1597, 1604; *Bil-lio/Costola/Hristova/Latino/Pelizzon*, *Corp. Soc. Resp. & Env. Mgmt.* 28 (2021), 1426, 1429 ff. mit Tabelle 3; *Berg/Kölbel/Rigobon*, *Rev. Fin.* __ (2022), __, 7 f. mit Tabelle 2.

Die Autoren einer Studie, die in der Sache Indexaufsteiger mit Indexabsteigern verglich, konnten dabei anders als *Appel*, *Gormley* und *Keim* keinen signifikanten Effekt auf die Anzahl unabhängiger Direktoren feststellen.⁵⁶¹ Stattdessen sind ihrer Analyse nach höhere Beteiligungen passiver Verwalter unter anderem mit einer größeren Wahrscheinlichkeit assoziiert, dass der CEO zugleich als Vorsitzender des Boards ernannt wird, was in der empirischen Literatur als Indikator für mehr „CEO power“ gilt.⁵⁶² Der methodische Ansatz dieser Studie hat allerdings ebenfalls mit einem Selektionsproblem zu kämpfen, da sich bei Betrachtung allein der Wechsler ein neues Endogenitätsproblem stellt („die schlechten Firmen steigen ab, die guten auf“). *Appel*, *Gormley* und *Keim* haben etwa kritisiert, dass die Autoren in ihrem statistischen Modell nicht durchweg Kontrollvariablen verwenden, die diesem Problem Rechnung zu tragen.⁵⁶³

Heath et al. wiederum haben zuletzt vorgeschlagen, die Effekte passiv verwalteten Anteilsbesitzes im Russell-Setting mit einem methodischen Ansatz zu untersuchen, der in der Sache Wechsler mit Nicht-Wechslern vergleicht.⁵⁶⁴ Hierzu bilden *Heath et al.* für die Jahre 2007 bis 2018 jeweils zwei Kohorten von je 100 Emittenten in beide Richtungen um das jeweilige obere und untere Ende des Übergangsbereichs.⁵⁶⁵ Für jede Kohorte analysieren sie die Entwicklung der interessierenden Ergebnisvariablen für jeweils drei Jahre vor und nach dem jeweiligen Rekonstitutionszeitpunkt. Dummy-Variablen für die einzelnen Emittenten und Kohorten absorbieren dabei jegliche zeitunabhängigen Unterschiede zwischen den einzelnen Emittenten der Kohorten und damit zugleich sämtliche Verzerrungen, die

561 *Schmidt/Fahlenbrach*, J. Fin. Econ. 124 (2017), 285, 294 f. mit Tabelle 5.

562 *Schmidt/Fahlenbrach*, J. Fin. Econ. 124 (2017), 285, 288, 293 f. mit Tabelle 4, unter Verweis auf die Beiträge von *Morck/Shleifer/Vishny*, Am. Econ. Rev. 79 (1989), 842 (geringere CEO-Fluktuation bei Titelakkumulation); *Adams/Almeida/Ferreira*, Rev. Fin. Stud. 18 (2005), 1403 (höhere Variabilität der Performance bei stärkerer Stellung des CEOs); *Morse/Nanda/Seru*, J. Fin. 66 (2011), 1779 (Zusammenhang zwischen Titelakkumulation und Einflussnahmen auf Vergütungsparameter). Siehe auch oben § 3 A.II.1.

563 *Appel/Gormley/Keim*, SSRN 2641548 (2020), 27.

564 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, Rev. Fin. Stud. 35 (2022), 91, 116 f. Die interessierenden Parameter werden dabei mit einem Difference-in-Differences-Regressionsmodell geschätzt; allgemein dazu *Roberts/Whited*, in: Handbook of the Economics of Finance (2013), S. 520 ff.

565 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, Rev. Fin. Stud. 35 (2022), 91, 101 ff. mit Abbildung 2.

sich daraus ergeben, dass die Zuordnungsrangings, auf Basis derer die Kohorten bestimmt werden, nur geschätzt werden können.⁵⁶⁶

Indexwechsel führten nach den von *Heath et al.* mitgeteilten Ergebnissen im Mittel zu einer Veränderung der Beteiligungsquote von Indexfonds von +1,31 (Absteiger) und -1,20 (Aufsteiger) Prozentpunkten.⁵⁶⁷ Wünschenswerte Veränderungen bei Governance-Variablen lassen sich im Anschluss an die Wechsel nicht beobachten. In Bezug auf die Anzahl unabhängiger Direktoren finden *Heath et al.* einen hochsignifikanten negativen Effekt (1 %-Niveau), zudem zeigt die Analyse, dass CEOs nach einem Abstieg in den Russell 2000 betragsmäßig größere, aber in geringerem Maße erfolgsabhängige Vergütungspakete erhalten.⁵⁶⁸ Weiterhin finden *Heath et al.* durchweg negative Effekte auf verschiedene Maße für die finanzielle Performance der Absteiger in der Folgezeit.⁵⁶⁹

Auch der Analyseansatz von *Heath et al.* sieht sich allerdings einigen Einwänden ausgesetzt. Zunächst leidet er wie alle Ansätze, die nur Indexwechsel betrachten, an dem Problem, dass er die Effekte einer Änderung der Beteiligungsverhältnisse nur über einen verhältnismäßig kurzen Zeithorizont beobachten kann. Weiterhin stellt sich auch hier das Problem, dass die Wechsel endogen sein könnten. Die kausale Interpretation steht und fällt im Modell von *Heath et al.* mit der Annahme, dass sich Behandlungs- und Kontrollgruppe ohne die Intervention in gleicher Weise weiterentwickelt hätten.⁵⁷⁰ Davon kann beim Vergleich von Wechslern und Nicht-Wechslern nicht ohne Weiteres ausgegangen werden, denn der Wechsel geschieht schließlich nicht ohne Grund, sondern setzt eine relative Veränderung der Marktkapitalisierung voraus, die ihrerseits ihre Ursachen in Governance-Strukturen oder Performanceunterschieden haben mag. *Appel, Gormley* und *Keim* etwa haben vor diesem Hintergrund insbesondere kritisiert, dass das Regressionsmodell von *Heath et al.* keine Kontrollvariablen speziell für einen etwaigen Trend der Börsenkursentwicklung vor

566 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 107.

567 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 108 ff. mit Tabelle 3 und Abbildung 5.

568 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 121 ff. mit Tabelle 9.

569 *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 124 mit Tabelle 10.

570 Zur zentralen Bedeutung dieser sog. „parallel trends assumption“ für die kausale Interpretation von Difference-in-Difference-Schätzungen *Roberts/Whited*, in: *Handbook of the Economics of Finance* (2013), S. 526 ff.

dem Wechsel enthält.⁵⁷¹ Ferner gelten darüber hinaus selbstverständlich auch die grundsätzlichen Bedenken an der Leistungsfähigkeit des Russell-Settings entsprechend (insbesondere: geringes Delta passiv verwalteter Beteiligungen, nur Mid-Cap/Small-Cap).

6. Russell-Studien: Fazit

Eine „definitive“ Antwort auf die Frage, ob die passiven Vermögensverwalter nun wünschenswerte Effekte für die Corporate Governance der Portfoliogesellschaften mit sich bringen oder nicht, lässt sich den Russell-Studien schwerlich entnehmen – am Ende bietet letztlich jede der betrachteten Untersuchungen gewisse Angriffspunkte. So ernüchternd dieser Befund sein mag, so wichtig ist es, sich klarzumachen, dass die Erwartungshaltung bei der Auswertung der empirischen Literatur nicht sein kann, „eindeutige“ Antworten zu finden. Die Auseinandersetzung mit den Russell-Studien illustriert eindrücklich, welch anspruchsvolles Unterfangen die Identifikation der kausalen Effekte bestimmter Beteiligungsstrukturen darstellt. Dies liegt vor allem daran, dass ökonometrische Forschungsdesigns grundlegenden Endogenitätsproblemen Rechnung tragen müssen und darüber hinaus häufig mit Datenverfügbarkeitsproblemen zu kämpfen haben. Unterschiedliche methodische Weichenstellungen im Detail können sich dabei ganz erheblich auf statistische Ergebnisse auswirken. Der wirtschaftswissenschaftliche Diskurs befindet sich häufig selbst noch im Fluss. Auch Veröffentlichungen in Top-Journals sehen sich dabei mitunter gewichtigen Einwänden ausgesetzt und auch Arbeiten, die erst vor wenigen Jahren publiziert wurden, können praktisch schon wieder überholt sein.

Als zentrales Ergebnis des Unterabschnitts lässt sich immerhin festhalten, dass die Russell-Studien der pessimistischen Sicht auf die Rolle der passiven Vermögensverwalter in der Corporate Governance nicht entgegenstehen. Von dem optimistischen Bild („Passive investors, not passive owners“), das die vielzitierte Studie von *Appel, Gormley* und *Keim* zeichnete, bleibt bei genauerem Hinsehen kaum etwas übrig. Zwar sind auch die Ergebnisse von *Heath et al.* im Russell-Setting nicht über jeden Zweifel

571 *Appel/Gormley/Keim*, SSRN 2641548 (2020), 27. Siehe auch *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, Rev. Fin. Stud. 35 (2022), 91, Internet Appendix Abschnitt D.2, die zugestehen, dass die parallel trends assumption „inherently untestable“ ist, aber in einer Robustheitsanalyse keine signifikanten vorgelagerten Trends feststellen können.

erhaben, gerade weil auch hier die Analyse per Design von vornherein auf kleinere Emittenten begrenzt bleibt. Immerhin können sich *Heath et al.* aber auch auf ihre umfangreicheren, weitergehenden Analysen des eigentlichen Abstimmungsverhaltens der passiven Verwalter stützen, deren Ergebnisse zudem auch im Einklang mit den theoretischen Überlegungen aus Abschnitt B und den anderen in Unterabschnitt II und III vorgestellten Untersuchungen stehen. Soweit es um empirische Befunde jenseits des Russell-Settings geht, deuten diese in der Gesamtschau durchaus darauf hin, dass passive Verwalter die Unternehmensführungen konsistent mit den theoretischen Anreizstrukturen weniger intensiv überwachen als aktive Verwalter.⁵⁷² Die Russell-Studien wiederum deuten in der Gesamtschau jedenfalls nicht in die entgegengesetzte Richtung.

D. Passive Vermögensverwalter und die antikompetitiven Effekte von Common Ownership

Die zunehmende Verbreitung passiver Geldanlagen und die damit verbundene Diversifizierung des Beteiligungsbesitzes führen dazu, dass verschiedene an den Produktmärkten tätige Unternehmen über Investoren am Kapitalmarkt stärker indirekt miteinander verflochten sind (oben § 2 C.III). Dieses auch als „Common Ownership“ bezeichnete Phänomen hat in jüngerer Zeit vor allem das Interesse der industrieökonomischen und wettbewerbsrechtlichen Forschung geweckt.⁵⁷³ Maßgeblich befeuert wurde die Diskussion durch eine vielbeachtete Studie, die empirische Belege für einen kausal interpretierbaren Zusammenhang zwischen indirekten Horizontalverflechtungen und dem Preisniveau in der US-amerikanischen Luftfahrtbranche präsentierte.⁵⁷⁴ Diese pessimistische Sichtweise steht, wie sich im Folgenden zeigen wird, nur scheinbar im Widerspruch zu den

572 Ähnlich das Fazit von *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 126.

573 Umfassende und kritische Literaturbesprechungen finden sich u.a. bei *Schmalz*, *Ann. Rev. Fin. Econ.* 10 (2018), 413; *Schmalz*, *Antitrust Bulletin* 66 (2021), 12; *Elhauge*, *Harv. Bus. L. Rev.* 2020, 209, 213 ff.; *Elhauge*, *Ohio St. L. J.* 82 (2021), 1, 6 ff.; aus dem deutschen Schrifttum etwa *Schwalbe*, *WuW* 2020, 130; *Schwalbe*, *WuW* 2020, 191; *Seitz*, *Common Ownership im Wettbewerbsrecht* (2020), S. 34 ff.

574 *Azar/Schmalz/Tecu*, *J. Fin.* 73 (2018), 1513, zuvor zirkuliert als Michigan Ross Working Paper 1235/2015.

Ergebnissen der beiden vorhergehenden Abschnitte, die die passiven Vermögensverwalter als „passive Eigentümer“ portraitiert haben.

In der hergebrachten industrieökonomischen Theorie zur Motivation antikompetitiver Effekte spielen schwache Stewardship-Anreize der gemeinsamen Eigentümer von vornherein keine Rolle, da es auf wie auch immer geartete Absprachen nicht ankommt und die Horizontalverflechtung vielmehr ein strukturelles Problem darstellt (I). Diese hergebrachte Theorie ist unter Corporate Governance-Gesichtspunkten zwar höchst angreifbar, da sie schlicht die Zielfunktion der Unternehmen mit der Zielfunktion der gemeinsamen Eigentümer unter der Portfolioperspektive gleichsetzt und damit sämtliche Agenturkonflikte hinwegdefiniert (II). Ein neuerer Modellierungsansatz zeigt allerdings, dass antikompetitive Effekte gerade auch das Ergebnis von Agenturkonflikten im Verhältnis von Unternehmensführung und Aktionariat sein können, soweit die gemeinsamen Eigentümer keine Anreize haben, ihnen abzuhelpfen (III). Diese Einsicht ist für die vorliegende Untersuchung wichtig, weil sie eine weitere, über die Agenturkonflikte entlang der Anlagekette hinausweisende ökonomische Begründung dafür liefert, weshalb schwache Stewardship-Anreize breit diversifizierter und damit insbesondere auch passiver Vermögensverwalter ein regelungsbedürftiges Problem darstellen könnten.

I. Common Ownership als strukturelles Problem

Der These, dass Common Ownership dem Wettbewerb schadet, wohnt eine gewisse intuitive Plausibilität inne. Selbst Laien, die sich noch nie vertieft mit Industrieökonomie oder Kartellrecht befasst haben, scheint sie oft unmittelbar einzuleuchten. Im Detail ist es allerdings nicht ganz einfach, zu erklären, wo genau die antikompetitiven Effekte von Common Ownership eigentlich herkommen sollten.

Gewiss könnten solche Effekte leicht mit expliziten Interventionen seitens der gemeinsamen Eigentümer motiviert werden: Diese könnten die Portfoliogesellschaften zu antikompetitiv wirkenden Verhaltensweisen veranlassen oder als „Schnittstelle“ für wettbewerbsrelevante Informationen fungieren. So naheliegend dieser Erklärungsansatz sein mag, so offensichtlich sind allerdings auch die kartellrechtlichen Bedenken, denen solche Interventionen ausgesetzt wären.⁵⁷⁵ Ein proaktives Hinwirken eines gemeinsamen Eigentümers auf eine Reduktion des Wettbewerbsniveaus wird im

575 So bereits *Black*, UCLA L. Rev. 39 (1991), 811, 870.

Regelfall gegen das Kartellverbot verstoßen.⁵⁷⁶ Auch der Umstand, dass sich die Einflussnahme in der Praxis über subtilere Formen der Kommunikation als durch „klare Anweisungen“ zu wettbewerbsschädlichen Verhaltensweisen vollziehen könnte,⁵⁷⁷ ändert daran nichts. Soweit man die antikompetitiven Effekte von Common Ownership mit Sorgen über gezielte Einflussnahmen seitens der gemeinsamen Eigentümer motiviert, sind sie gewiss eine Herausforderung für die Durchsetzung des Kartellverbots – aber kein tieferliegendes Problem, für das sich auch die Unternehmens- und Kapitalmarktrechtsforschung interessieren müsste.⁵⁷⁸

Die industrieökonomischen Sorgen über die wettbewerblichen Wirkungen von Common Ownership gründen allerdings weniger in der Überlegung, dass prinzipiell verbotene Einflussnahmen erleichtert werden, als in Modellen, die zeigen sollen, dass es in Common Ownership-Strukturen auch ohne jegliche Absprachen zu volkswirtschaftlich suboptimalen Marktergebnissen kommt. Die einschlägigen Modelle nehmen ihren Ausgangspunkt dabei in traditionellen Modellen des Oligopolwettbewerbs.⁵⁷⁹ Diese Modelle zielen darauf ab, Vorhersagen über das Verhalten von Firmen bei unvollkommenem Wettbewerb zu treffen, d.h. für den Fall, dass es nur eine endliche, ggf. kleine Anzahl von Wettbewerbern gibt. Sie bauen im Kern auf spieltheoretischen Überlegungen auf. Alle Wettbewerber verfolgen als Zielfunktion die Maximierung ihres eigenen Gewinns. Dabei sehen sie voraus, wie ihre eigenen Entscheidungen das Optimierungskalkül der

576 Mit Blick auf Art. 101 AEUV und § 1 GWB insoweit ohne wesentliche Zweifel *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht (2020), S. 145 ff., 160 ff.; zum US-Recht *Rock/Rubinfeld*, Antitrust L. J. 82 (2018), 221, Abschnitt I; *Hemphill/Kaban*, Yale L. J. 129 (2020), 1392, 1436 f. Ungleich schwieriger und vorliegend nicht zu vertiefen ist die Frage, ob und unter welchen Umständen Kartellbehörden im Wege von ex-post-Durchsetzungsmaßnahmen auf Grundlage des Kartell- oder Missbrauchsverbots bereits gegen den *bloßen Anteilserwerb oder -besitz* durch passive Vermögensverwalter und andere institutionelle Investoren (also ohne Rücksicht auf konkrete Koordinationstätigkeiten) vorgehen könnten und sollten; ausführlich hierzu wiederum *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht (2020), S. 165 ff. (Kartellverbot) und S. 187 ff. (Missbrauchsverbot); siehe ferner *Burnside/Kidane*, J. Antitrust Enforcement (2020), 1, 35 ff.; *Tzouganos*, in: FS Hopt (2020), S. 1310 ff.

577 *Posner*, Antitrust Bulletin 66 (2021), 140, 143 f. unter Verweis auf die von *Shekita*, J. Comp. L. & Econ. 18 (2022), 99 zusammengestellte anekdotische Evidenz.

578 Vgl. auch *Fox/Patel*, Yale J. Reg. 39 (2022), 136, 191 f., 210 f.

579 Einführende Darstellungen zur Oligopoltheorie finden sich in jedem Lehrbuch zur Industrieökonomie, z.B. bei *Tirole*, The Theory of Industrial Organization (1994), S. 205 ff.

Konkurrenten beeinflussen werden. Im Gleichgewicht hat keiner einen Anreiz, von seiner Entscheidung abzuweichen.

Dem gängigen industrieökonomischen Ansatz zur Modellierung des Wettbewerbs unter Common Ownership entspricht es nun, in einem herkömmlichen Wettbewerbsmodell die Zielfunktion der Eigengewinnmaximierung durch die im Zusammenhang mit der Beteiligungsstrukturanalyse vorgestellte Kappa-Zielfunktion zu ersetzen,⁵⁸⁰ unter der eine Firma nicht ihren eigenen Gewinn, sondern das gewichtete Portfoliointeresse ihrer Eigentümer maximiert.⁵⁸¹ Bei diesem Analyseansatz stellen sich subkompetitive Marktergebnisse in der Regel allein durch das Zusammenspiel der unilateralen Preis- oder Mengenentscheidungen der Firmen ein, ganz ohne irgendwelche wettbewerbsfeindlichen Absprachen. Der Grund dafür ist, dass jede Firma bei ihren Entscheidungen deren Auswirkungen für die anderen Firmen vorhersieht. Geringere Mengen und höhere Preise bringen dabei positive externe Effekte für die anderen Firmen respektive deren Eigentümer mit sich.

Da ausdrückliche Absprachen oder eine wie auch immer geartete proaktive Koordination durch die gemeinsamen Eigentümer in der hergebrachten industrieökonomischen Modellwelt nicht nötig sind, um antikompetitive Effekte entsprechender Beteiligungsstrukturen zu motivieren, ist in dieser Welt auch jede Kritik, die die Möglichkeiten oder Anreize der gemeinsamen Eigentümer zur Einflussnahme auf die Geschäftsführung der Portfoliogesellschaften bestreitet, gegenstandslos. Die Horizontalverflechtungen sind vielmehr ein strukturelles Problem.⁵⁸²

580 Oben § 2 C.III.1.

581 Prägnante Darstellung bei *Backus/Conlon/Sinkinson*, NBER Working Paper No 28350 (2021), 12 ff.; siehe ferner das vereinfachte Cournot-Modell bei *Hemphill/Kahan*, U. Chicago Bus. L. Rev. 1 (2022), 217 (dort allerdings Notation mit absoluten statt mit relativen Gewinnengewichten) und die Diskussion bei *Fox/Patel*, Yale J. Reg. 39 (2022), 136, 145 ff. Ein ausführliches Modell zum Zusammenspiel zwischen Diversifikation am Kapitalmarkt und Wettbewerb am Produktmarkt wurde bereits 1984 von *Julio Rotemberg* vorgelegt, *Rotemberg*, MIT Sloan Working Paper 1554–84 (1984), 5 ff. In der Folgezeit lag der Fokus der industrieökonomischen Forschung lange auf dem ähnlich gelagerten Problem der direkten Horizontalverflechtungen, d.h. der Beteiligungen von Wettbewerbern an Wettbewerbern (auch als „cross ownership“ bezeichnet). Zu den wesentlichen Arbeiten gehören hier *Bresnahan/Salop*, Int. J. Ind. Org. 1986, 155; *Reynolds/Snapp*, Int. J. Ind. Org. 4 (1986), 141 sowie *O'Brien/Salop*, Antitrust L. J. 2000, 559. Für einen Überblick zur Entwicklung der Forschung mit zahlreichen weiteren Nachweisen vgl. *Schmalz*, Ann. Rev. Fin. Econ. 10 (2018), 413, 421 f.

582 *Elhauge*, Harv. L. Rev. 129 (2016), 1267, 1270.

II. Warum Kappa-Zielfunktion?

Die tradierte industrieökonomische Perspektive hat freilich einen wichtigen wunden Punkt: Die Maximierung des gewichteten Portfoliointeresses durch die Firmen ist eine Annahme des hergebrachten Wettbewerbsmodells mit Common Ownership, keine Implikation.⁵⁸³ Die Kappa-Zielfunktion stellt a priori aber kein besonders realistisches Modell für das Verhalten von Firmen dar – vor allem dann nicht, wenn es um große, börsennotierte Gesellschaften geht. Warum sollte die Unternehmensführung die gewichteten Portfoliointeressen der Aktionäre maximieren?⁵⁸⁴

Aus Corporate Governance-Sicht ist zunächst die implizite Annahme, dass Firmen die Interessen ihrer Eigentümer verlustfrei kanalisieren, problematisch.⁵⁸⁵ Eine Trennung von Eigentum und Kontrolle gibt es im Kappa-Modell nicht. Damit wird der grundlegende Prinzipal-Agent-Konflikt zwischen Unternehmensführung und Aktionären schlicht hinwegdefiniert.⁵⁸⁶ Ein derart vereinfachte Theorie der Firma liegt zwar auch den traditionellen Oligopolmodellen zugrunde, die durch die Einführung der Kappa-Zielfunktion modifiziert werden. Im Kontext der Common Ownership-Debatte scheint die Annahme jedoch deutlich problematischer.

In der Realität existieren zahlreiche rechtliche Strukturen, die den Prinzipal-Agent-Konflikt zwischen Unternehmensführung und Aktionären abzumildern versuchen.⁵⁸⁷ Diese zielen aber in der Regel gerade darauf ab, die Unternehmensführung auf das Ziel der Maximierung des eigenen Unternehmenswerts festzulegen.⁵⁸⁸ Das beste Beispiel hierfür ist erneut die Vergütung abhängig von dem von der Gesellschaft erzielten Gewinn oder in Aktien der Gesellschaft oder Optionen hierauf. Auch andere traditionelle Mechanismen wie die Geschäftsleiterhaftung oder der Markt für Unternehmenskontrolle führen tendenziell zu einer Ausrichtung der Interessen der Unternehmensführung am finanziellen Erfolg der jeweiligen

583 Mit gleicher Zielrichtung die Kritik von *Fox/Patel*, Yale J. Reg. 39 (2022), 136, 161 ff.

584 Vgl. auch Kritik bei *Patel*, Antitrust L. J. 82 (2018), 279, Abschnitt II.C.2; *Hill*, Vand. J. Transnat'l L. 53 (2020), 881, 895.

585 Mit dieser Einschränkung bereits *Rotemberg*, MIT Sloan Working Paper 1554–84 (1984), 33.

586 Allgemein dazu oben § 3 A.I.1.

587 Ausführlich *Armour/Hansmann/Kraakman*, in: *The Anatomy of Corporate Law* (2017), S. 31 ff.

588 Dies betonen auch *Fox/Patel*, Yale J. Reg. 39 (2022), 136, 167 ff.; *Kahan/Rock*, NYU Law and Economics Research Paper No 22–01 (2022), 11 ff.

Gesellschaft. All diese Mechanismen können Agenturprobleme üblicherweise nicht vollständig ausschließen. In Anbetracht dieser Mechanismen scheint aber die traditionelle industrieökonomische Modellannahme, dass Unternehmen ihren eigenen Gewinn maximieren,⁵⁸⁹ zumindest im Sinn einer Approximation sinnvoll. Solange aber genau die besagten Strukturen fortbestehen, ist nicht offensichtlich, wie sich die Modellannahme rechtfertigen lässt, dass Unternehmen nach der Kappa-Zielfunktion geführt werden. Daran ändert es auch nichts, dass sich an den Portfoliointeressen orientierte Zielfunktionen unter heroischen Annahmen auf Basis mikroökonomischer Abstimmungsmodelle motivieren lassen.⁵⁹⁰ Die realen unternehmensrechtlichen Strukturen spiegeln derartige Abstimmungsergebnisse bislang kaum wider.

Hinzu kommt, dass es sich bei den gemeinsamen Aktionären, die die Kappas nach oben treiben, praktisch vor allem um Vermögensverwalter handelt. Nach der obigen Analyse fallen aber gerade für diese Akteure die Anreize zur aktiven Mitwirkung in der Corporate Governance der Portfoliogesellschaften relativ schwach aus – und auch die Portfolioperspektive ändert hieran nichts.⁵⁹¹ Besonders problematisch sind sie im Fall der passiven Vermögensverwalter, gerade diese sind aber das Paradebeispiel eines gemeinsamen Eigentümers. Sind die Agenturkonflikte zwischen diversifizierten Endanlegern und den Unternehmensführungen der Portfoliogesellschaften hiernach besonders stark ausgeprägt, leuchtet es nicht ein, diese im Modell von vornherein auszuklammern.

Eine andere potenziell wichtige, wenngleich in der Corporate Governance-Diskussion oft weniger thematisierte Quelle von Verzerrungen ist das Verhältnis zwischen Unternehmensführungen und tatsächlichen Entscheidungsträgern. Bei größeren Publikumsgesellschaften handelt es sich nicht selten um komplexe Organisationen mit meist zehntausenden Mitarbeitern. Zudem sind sie oft auf mannigfaltigen Produktmärkten aktiv. Die Interaktion mit den Aktionären findet in der Regel auf der höchsten Unternehmensebene statt. Diese kann aber meist nur strategische Impulse setzen. Plakativ gesprochen: Der Vorstand der Fluggesellschaft

589 Siehe auch oben Fn. 189 f. und zugehörigen Text.

590 Dazu die Modelle von *Azar*, SSRN 2811221 (2017), 9 ff. (siehe auch *Azar*, *A New Look at Oligopoly* (2012), S. 36 ff.); *Moskalev*, SSRN 3471564 (2019); *Brito/Elhauge/Ribeiro/Vasconcelos*, SSRN 3264113 (2021), 6 ff., die – jeweils mit verschiedenen Nuancen – die Wahl eines Managers durch die Aktionäre in Abhängigkeit der von den jeweiligen Kandidaten vorgeschlagenen Strategien modellieren.

591 Vgl. oben § 3 B.III.1.

entscheidet nicht notwendigerweise selbst, ob die Strecke Frankfurt-Bangkok ein oder zweimal täglich und mit einem A350 oder einem A380 bedient wird. Das gewichtete Portfoliointeresse könnte sich häufig auch von Entscheidungssituation zu Entscheidungssituation anders auswirken. Um im Beispiel zu bleiben: Die Portfoliointeressen der Aktionäre könnten für die Strecke Frankfurt-Bangkok völlig anders ausfallen als für die Strecke Frankfurt-Berlin, je nachdem, in welchem Umfang sie auch Beteiligungen an den jeweiligen Wettbewerbern halten. Je weiter die gemeinsamen Eigentümer von den konkreten operativen Entscheidungen entfernt sind, desto bedenklicher wird die Annahme, dass das Verhalten der Publikumsgesellschaft am Produktmarkt stets an den gewichteten Interessen ihrer Aktionäre ausgerichtet ist. Eine Differenzierung zwischen wichtigen, strategischen Entscheidungen und ihrer Umsetzung im Einzelfall sieht das Wettbewerbsmodell mit Kappa-Zielfunktion nicht vor.

III. Das Modell von Antón et al.

Der Ansatz, die Effekte von Common Ownership schlicht durch Unterstellung einer Kappa-Zielfunktion zu modellieren, muss sich wie gesehen erhebliche Einwände gefallen lassen. Die Kritik am Kappa-Modell bedeutet allerdings nicht, dass die Hypothese, Common Ownership könne zu antikompetitiven Effekten führen, zwangsläufig falsch ist. Aus den bisherigen Überlegungen lässt sich allein die Schlussfolgerung ziehen, dass eine überzeugende Theorie zur Motivation solcher Effekte mehr leisten muss, als schlicht eine geänderte Zielfunktion zu behaupten. Sie muss vielmehr erklären, über welche Kanäle sich die Abkehr vom Ziel der Eigengewinnmaximierung vollziehen soll, unter Berücksichtigung der vorherrschenden realen Strukturen. Einen wichtigen Beitrag hierzu haben jüngst *Miguel Antón, Florian Ederer, Mireia Giné* und *Martin Schmalz* (im Folgenden: *Antón et al.*) geleistet.⁵⁹² In ihrem Modell des Wettbewerbs unter Common Ownership stellen sich subkompetitive Marktergebnisse ohne eine exogene Definition der Zielfunktion der Firma allein aufgrund individueller strategischer Entscheidungen der gemeinsamen Eigentümer ein (1). *Antón et al.* konnten für den zentralen Mechanismus des Mo-

592 *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, ECGI Finance Working Paper No 511/2017 (2022). Die folgende Darstellung beruht auf der dortigen Modellbeschreibung. Wegen der Einzelheiten, insbesondere der formalen mathematischen Annahmen, wird hierauf verwiesen.

dells auch eine gewisse Evidenz in den Daten finden (2). Aus Corporate-Governance-Sicht stellt das Modell von *Antón et al.* einen wichtigen Meilenstein in der Common Ownership-Forschung dar, nicht zuletzt, indem es aufzeigt, dass schwache Stewardship-Anreize passiver Verwalter ihrerseits einen Mechanismus darstellen, über den antikompetitive Effekte von Common Ownership vermittelt werden könnten (3).

1. Überblick

Im Ausgangspunkt modellieren *Antón et al.* den Wettbewerb mehrerer Firmen á la Bertrand (heißt: Firmen setzen Preise, Mengen ergeben sich am Markt) mit heterogenen Produkten.⁵⁹³ Die konkreten Entscheidungen am Produktmarkt werden allerdings nicht von den Unternehmensführungen (Manager) getroffen, sondern von sog. „pricing specialists“. Diese stehen sinnbildlich für die Abkopplung konkreter operativer Entscheidungen vom faktischen Einflussbereich der Unternehmensführung. Die pricing specialists setzen die Preise der Firmen unter Berücksichtigung der jeweiligen Grenzkosten so, wie es unter dem Ziel der Eigengewinnmaximierung optimal wäre.

Die Grenzkosten der Produktion sind positiv, konstant und im Ausgangspunkt für alle Firmen gleich. Allerdings treffen die Manager, bevor die pricing specialists aktiv werden, strategische Entscheidungen, die sich auf die Grenzkosten auswirken. Kostensenkungen erfordern Anstrengungen und der Erfolg dieser Anstrengungen ist mit Unsicherheit behaftet. Die Manager sind risikoavers und egoistisch. Sie maximieren allein ihre eigene Nutzenfunktion, Anstrengungen wirken sich insoweit negativ aus. Um für den Manager einer Firma Anreize zu schaffen, sich anzustrengen, können ihm die Eigentümer eine erfolgsabhängige Vergütung zusagen. Den Grad, zu dem der Manager am Gewinn der Firma beteiligt wird (Anreizparameter), setzt dabei der Mehrheitseigentümer fest.

Erst jetzt kommt die Horizontalverflechtung ins Spiel. Im Modell von *Antón et al.* gibt es genauso viele Eigentümer wie Firmen und die Eigentümerstruktur ist symmetrisch: Jeder Eigentümer hält eine Mehrheitsbeteiligung an einer Firma und Minderheitsbeteiligungen an den übrigen Fir-

593 Laut *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, ECGI Finance Working Paper No 511/2017 (2022), 7 mit Fn. 4 und Anhang B.1. sind die Ergebnisse qualitativ dieselben für heterogenen Wettbewerb á la Cournot (Firmen setzen Mengen, Preise ergeben sich am Markt).

men. Die theoretischen Gewinngewichte sind in diesem Fall für alle Firmenpaare gleich. Die Eigentümer wollen den Gesamtwert ihres Portfolios maximieren. Bei der Bestimmung des Anreizparameters sehen sie dabei jeweils voraus, wie sich ihre Entscheidung auf das Maximierungsproblem des Managers auswirken würde, zu welcher Kostenreduktion es hiernach kommen würde und welche Implikationen dies für das Verhalten der pricing specialists und damit die Preise und Mengen am Produktmarkt haben würde. Die gemeinsamen Eigentümer interagieren dabei im spieltheoretischen Sinn strategisch. Es finden also keinerlei gemeinsame Absprachen statt, die gemeinsamen Eigentümer berücksichtigen aber jeweils, wie sich ihre Entscheidung auf das Optimierungskalkül der anderen gemeinsamen Eigentümer auswirken würde. Im Gleichgewicht hat kein Eigentümer einen Anreiz, von seiner Entscheidung abzuweichen.

Das zentrale Ergebnis des Modells von *Antón et al.* ist, dass der aus Sicht der gemeinsamen Eigentümer optimale Anreizparameter mit zunehmender Horizontalverflechtung sinkt. Die Intuition dahinter ist die folgende: Zwischen Firmen im Produktmarkt besteht ein Koordinationsproblem.⁵⁹⁴ Alle würden von höheren Preisen profitieren. In einer Welt ohne Common Ownership ist es aber für jede Firma f individuell suboptimal, unilateral ihre Preise zu erhöhen, da der Nutzen des höheren Preises mit den anderen Firmen geteilt werden muss. Ohne Common Ownership würde ein Eigentümer den Anreizparameter so setzen, dass die Differenz zwischen dem Gewinn der Firma f und der an ihren Manager gezahlten Vergütung maximiert wird. In der von *Antón et al.* modellierten Welt internalisieren die Eigentümer mit zunehmender Horizontalverflechtung aber auch zunehmend die externen Effekte, die eine Erhöhung des Preisniveaus durch die von ihnen kontrollierte Firma auf die anderen Firmen hat.

Auf die Preise selbst können die gemeinsamen Eigentümer im Modell keinen Einfluss nehmen. Sie können aber über die Steuerung des Anreizparameters die Bereitschaft des Managers zur Kostensenkung reduzieren. Diese höheren Kosten schlagen sich dann in höheren Preisen nieder. Insoweit besteht ein weiterer wichtiger Unterschied zum traditionellen Wettbewerbsmodell mit Kappa-Zielfunktion: Dort ergeben sich die höheren Preise nicht als Folge höherer Kosten, sondern als Folge höherer Gewinnmargen (Markups). Im Modell von *Antón et al.* verringern die höheren Kosten selbstverständlich auch die Gewinne. Dem stehen aber immer noch die positiven externen Effekte der Kosten- und Preiserhöhung der Firma f auf die von den anderen Firmen vereinnahmten Umsätze

594 Allgemein dazu *Olson*, *The Logic of Collective Action* (1971), S. 9 ff.

gegenüber. Im Gleichgewicht reduzieren die gemeinsamen Eigentümer den Anreizparameter gegenüber dem optimalen Parameter ohne Common Ownership so lange, bis die damit verbundenen Nachteile für die Firma f den Vorteilen für die anderen Firmen entsprechen. Deshalb hängt der optimale Anreizparameter auch vom Grad der Verflechtung ab: Je größer die Verflechtung ist, umso stärker wird der höhere Preis über die anderen Firmen internalisiert und desto mehr Nachteile für die Firma f ist der gemeinsame Eigentümer jeweils bereit, in Kauf zu nehmen.

2. Empirische Untermauerung

Neben der theoretischen Modellierung führen *Antón et al.* auch empirische Analysen durch, die – konsistent mit dem Modell – einen negativen Zusammenhang zwischen Horizontalverflechtungen und CEO-Anreizen zeigen.⁵⁹⁵ Hierzu betrachten *Antón et al.* ein Panel von über 3.000 US-Emittenten im Zeitraum von 1992 bis 2019. Die Horizontalverflechtungen werden dabei als Durchschnitt der Kappas aus Sicht der jeweiligen Firma gegenüber Firmen derselben Industrie bestimmt. Die CEO-Anreize werden (unter anderem) mittels einer „wealth-performance sensitivity“ (WPS) quantifiziert, die den relativen Einkommenszuwachs des CEOs bei einer prozentualen Veränderung des Unternehmenswerts von einem Prozentpunkt misst.⁵⁹⁶

In den Regressionen zeigt sich dabei ein statistisch hochsignifikanter Zusammenhang zwischen Kappas und WPS.⁵⁹⁷ Hiernach führt eine Verschiebung des durchschnittlichen wertgewichteten Kappas vom 25 %- zum 75 %-Perzentil der Verteilung zu einer 10,5 %-igen Verringerung der WPS. Dieser Effekt ist von der Größenordnung her vergleichbar mit der Änderung, die eine frühere Studie für eine Reduktion der Aktienpreisvolatilität um eine Standardabweichung geschätzt hatte,⁵⁹⁸ und daher als verhältnis-

595 *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, ECGI Finance Working Paper No 511/2017 (2022), 28 ff.

596 Basierend auf den theoretischen und empirischen Vorarbeiten von *Edmans/Gabaix/Landier*, *Rev. Fin. Stud.* 22 (2009), 4881; mit Zweifeln an der Geeignetheit dieser Metrik wegen Schwierigkeiten bei der Messung im Zusammenhang mit sog. performance shares aber *Walker*, *B. U. L. Rev.* 99 (2019), 2373, 2410.

597 *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, ECGI Finance Working Paper No 511/2017 (2022), 37 f. mit Tabelle 5.

598 Vgl. *Edmans/Gabaix/Jenter*, in: *The Handbook of the Economics of Corporate Governance* (2017), S. 411 ff.

mäßig groß anzusehen.⁵⁹⁹ Zugleich ist der Effekt nicht derartig groß, als dass er angesichts der kurzfristig teilweise begrenzten Einflussmöglichkeiten⁶⁰⁰ der Aktionäre auf die WPS völlig unplausibel schiene.

Um Endogenitätsprobleme auszuschließen, führen *Antón et al.* zudem eine Analyse auf Basis der Indexzugänge im S&P 500 durch.⁶⁰¹ Wie im Zusammenhang mit den Russell-Studien erläutert, haben empirische Untersuchungen auf Basis von Indexwechselln zwar oft ihrerseits mit Endogenitätsproblemen zu kämpfen. Soweit Wettbewerbsfragen analysiert werden, lässt sich diesen allerdings dadurch aus dem Weg gehen, dass allein die Auswirkungen des Indexeintritts auf die bereits im Index befindlichen Wettbewerber des neuen Konstituenten betrachtet werden.⁶⁰² Der Zukauf von Aktien des neuen Konstituenten durch Indexinvestoren vertieft die indirekte Horizontalverflechtung zwischen bereits im Index befindlichen Wettbewerbern und dem neuen Konstituenten, was sich in höheren Kapas niederschlägt.⁶⁰³ Anders als für den neuen Konstituenten selbst handelt es sich bei dem Eintritt aus Sicht der bereits im Index befindlichen Wettbewerber aber um eine plausible Quelle exogener Variation. Nach den Schätzungen von *Antón et al.* führt der Eintritt eines Wettbewerbers im Mittel zu einer Verringerung der WPS der CEOs der bereits im Index befindlichen Wettbewerber von sogar 16,4 %.⁶⁰⁴

3. Diskussion

Das Modell von *Antón et al.* bietet eine gute Gelegenheit, einige typische Stellschrauben und Angriffspunkte der kontemporären Forschung zu den wettbewerblichen Auswirkungen von Common Ownership jenseits der Kappa-Zielfunktion zu illustrieren.

599 Vgl. *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, ECGI Finance Working Paper No 511/2017 (2022), 38.

600 Kritisch insoweit *Walker*, B. U. L. Rev. 99 (2019), 2373, 2403 ff. (zu einer Vorversion des Papiers von *Antón et al.*).

601 *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, ECGI Finance Working Paper No 511/2017 (2022), 42 ff.

602 Erstmals vorgeschlagen wurde dieser Ansatz von *Boller/Scott Morton*, NBER Working Paper No 27515 (2020) (mit Analyse der Auswirkungen des Indexeintritts auf die Aktienpreise der Wettbewerber).

603 Vgl. *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, ECGI Finance Working Paper No 511/2017 (2022), 44 mit Abbildung 3.

604 *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, ECGI Finance Working Paper No 511/2017 (2022), 45 mit Tabelle 9.

Zunächst zeigt sich im Modell von *Antón et al.* ein grundsätzliches Problem fortgeschrittener ökonomischer Modellierung: Soll das Modell lösbar sein, eindeutige, testbare Vorhersagen generieren und sich zudem noch für die Rezeption durch benachbarte Disziplinen und politische Entscheidungsträger eignen, sind gewisse Vereinfachungen oft nicht zu vermeiden. Die Berücksichtigung einer bestimmten Friktion geht dann häufig zu Lasten der Realitätsnähe anderer Elemente des Modells.

Zu den Vereinfachungen des Modells von *Antón et al.* gehört insbesondere die spezielle, symmetrische Eigentümerstruktur, in der jede Firma von einem Ankeraktionär kontrolliert wird, der zugleich Minderheitsbeteiligungen an allen anderen Firmen hält. Diese Annahme ist allenfalls dann realistisch, wenn man sie als Metapher dafür versteht, dass alle Firmen faktisch von einer Mehrzahl von gemeinsamen Eigentümern mit Minderheitsbeteiligungen an allen Firmen kontrolliert werden.⁶⁰⁵ In diesem Fall ist das Koordinationsproblem der gemeinsamen Eigentümer aber kein horizontales, sondern ein vertikales: Es hängt nicht die Entscheidung des einen gemeinsamen Eigentümers in der einen Firma davon ab, wie verschiedene andere gemeinsame Eigentümer jeweils für die von ihnen kontrollierten Firmen entscheiden. Jeder gemeinsame Eigentümer muss vielmehr eine Entscheidung treffen, wie er in allen Firmen agiert, und diese Entscheidung hängt davon ab, wie die anderen gemeinsamen Eigentümer ebenfalls für alle Firmen entscheiden. Ferner sollte beachtet werden, dass außerhalb der USA die vorherrschenden Beteiligungsstrukturen häufig asymmetrisch sind: Unternehmen mit großen Ankeraktionären stehen solche gegenüber, die de facto von einem Kollektiv verschiedener institutioneller Investoren kontrolliert werden.⁶⁰⁶ Nehmen neben den von gemeinsamen Eigentümern kontrollierten Firmen auch andere Firmen („mavericks“) am Wettbewerb teil, sind antikompetitive Effekte dadurch zwar keineswegs ausgeschlossen; das Ausmaß der Verzerrung der Marktergebnisse dürfte allerdings geringer ausfallen.⁶⁰⁷

Das Modell von *Antón et al.* betrachtet darüber hinaus allein den Preiswettbewerb innerhalb bestimmter Produktmärkte mit einer vorgegebenen Anzahl von Wettbewerbern. Eintrittswettbewerb ist nicht vorgesehen:

605 *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, ECGI Finance Working Paper No 511/2017 (2022), 11 mit Fn. 11.

606 Siehe oben § 2 D mit Tabelle 4.

607 Vgl. auch die weiterführenden Analysen zu asymmetrischen Eigentümerstrukturen bei *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, ECGI Finance Working Paper No 511/2017 (2022), 15 ff.

Außenstehende Firmen, die nicht von den gemeinsamen Eigentümern kontrolliert werden, haben keine Möglichkeit, in den Markt einzutreten und aus den ineffizienten Marktergebnissen Profit zu schlagen.⁶⁰⁸ Ebenso stehen die Firmen nicht im Innovationswettbewerb: An der Innovationskraft der Firmen könnten aber gerade die gemeinsamen Eigentümer ein besonderes Interesse haben, da unter Umständen auch die Wettbewerber bestimmte Vorteile von Innovationen internalisieren. Derartige „innovation spillovers“ könnten ein wichtiges Gegengewicht zu unerwünschten Effekten von Common Ownership auf den Preiswettbewerb darstellen.⁶⁰⁹

Die Stärken und Schwächen der empirischen Analyse von *Antón et al.* lassen sich gut im Vergleich zu einem jüngeren Arbeitspapier illustrieren, das im theoretischen Teil ein ähnliches Modell mit teils einfacheren Annahmen (namentlich ohne Unterscheidung zwischen Top-Management und pricing specialists) entwickelt.⁶¹⁰ Dieses Modell sagt schwächere Anreize der gemeinsamen Eigentümer zur Einführung prokompetitiv wirkender *umsatzabhängiger* Vergütungssysteme vorher. Anders als *Antón et al.* finden die Autoren hier aber im empirischen Teil keine statistisch signifikanten Effekte in den Daten. Neben einer unterschiedlichen praktischen Bedeutung *umsatz-* versus *gewinnabhängiger* Vergütungssysteme aus Sicht der gemeinsamen Eigentümer und der im Vergleich zu *Antón et al.* kleineren Emittentenpopulation (etwa 1.500 Firmen)⁶¹¹ könnte diese Divergenz auch durch unterschiedliche methodische Weichenstellungen bedingt sein. Während *Antón et al.* mit der WPS eine anspruchsvolle kontinuierliche Metrik als abhängige Variable nutzen, betrachten die Autoren der jüngeren Studie nur eine Dummy-Variable, die angibt, ob das Vergütungssystem *umsatzabhängige* Elemente vorsieht.⁶¹² Horizontalverflechtungen messen die Autoren in der Grundspezifikation ferner nicht mit dem Kappa-Maß, das die gesamten verfügbaren Beteiligungsdaten inkorporiert, sondern ebenfalls mit einer relativ grobmaschigen Dummy-Variable, die angibt, ob ein Investor im jeweiligen Firmenjahr sowohl eine mindestens 5 %-ige Beteiligung an der betrachteten Firma als auch eine mindes-

608 Aus empirischer Sicht dazu *Xie*, *Antitrust Bulletin* 66 (2021), 100 (Verzögerung der Markteinführung von Generika im US-Pharmasektor).

609 Dazu ebenfalls aus theoretischer und empirischer Sicht dieselben Autoren in *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, SSRN 3099578 (2021) (ambivalente Effekte, je nach Ausmaß der „spillovers“); siehe ferner die Modelle von *Lopez/Vives*, *J. Pol. Econ.* 127 (2019), 2394 und *Vives*, *Int. J. Ind. Org.* 70 (2020), 102528.

610 *Bloomfield/Friedman/Kim*, SSRN 3936918 (2021).

611 *Bloomfield/Friedman/Kim*, SSRN 3936918 (2021), 16.

612 *Bloomfield/Friedman/Kim*, SSRN 3936918 (2021), 17.

tens 5 %-ige Beteiligung an einer anderen Firma derselben Industrie hielt; lediglich in einer knappen Robustheitsanalyse findet das Kappa-Maß als unabhängige Variable Verwendung.⁶¹³

Die Autoren führen allerdings auch eine interessante Analyse durch, die bei *Antón et al.* kein Pendant findet, in der sie das Abstimmungsverhalten fünf großer Vermögensverwalter (Big Three plus Fidelity und Dimensional) bei say-on-pay-Beschlüssen betrachten.⁶¹⁴ Hier können sie ebenfalls keine signifikanten Unterschiede abhängig von den Horizontalverflechtungen innerhalb der jeweiligen Industrie feststellen. Auch diese Analyse leidet in der konkreten Implementierung zwar an der grobschichtigen Messung via Dummy-Variablen und zudem möglicherweise an Selektionseffekten durch die Beschränkung auf nur wenige Investoren. Die dahinterstehende Fragestellung ist jedoch richtig und wichtig: *Antón et al.* regressieren Vergütungskennzahlen auf Beteiligungsmetriken. Die aus Corporate Governance-Sicht interessante Frage, ob die signifikanten Effekte konsistent mit den Vorhersagen des theoretischen Modells gerade durch Änderungen im Abstimmungs- und sonstigen Mitwirkungsverhalten der gemeinsamen Eigentümer getrieben sind, bleibt jedoch offen.

Unbeschadet dieser Einwände stellt das Modell von *Antón et al.* einen wichtigen Referenzpunkt für die inter- und intradisziplinäre Diskussion dar. Das Modell reagiert auf wichtige Kritikpunkte an dem hergebrachten, industrieökonomisch geprägten Ansatz zur Modellierung des Wettbewerbs unter Common Ownership und beseitigt zwei der wichtigsten Schwachstellen. Es berücksichtigt einerseits die Agenturbeziehung zwischen Unternehmensführung und Eigentümern sowie andererseits den begrenzten Einfluss des Top-Managements auf konkrete operative Entscheidungen. Das Modell schlägt damit eine wichtige Brücke von der industrieökonomisch und wettbewerbsrechtlich geprägten Debatte über die antikompetitiven Effekte von Common Ownership zu der finanzökonomisch und gesellschafts-/kapitalmarktrechtlich geprägten Debatte über die Stewardship-Anreize passiver Vermögensverwalter. Autoren der jeweiligen Literaturstränge haben die Arbeiten auf dem anderen Gebiet zwar meist durchaus zur Kenntnis genommen, aber die Thesen der jeweils anderen Seite oft kleingeredet: Antikompetitive Effekte von Common Ownership seien unplausibel, da die Horizontalverflechtungen im Wesentlichen auf den Bedeutungsgewinn der passiven Vermögensverwalter zurückzuführen seien,

613 *Bloomfield/Friedman/Kim*, SSRN 3936918 (2021), 17, 23 f. mit Tabelle 5.

614 *Bloomfield/Friedman/Kim*, SSRN 3936918 (2021), 27 f. mit Tabelle 9.

die sich gar nicht für ihre Portfoliogesellschaften interessierten.⁶¹⁵ Auf der anderen Seite sei die These von den schwachen Stewardship-Anreizen passiver Verwalter schon deshalb unplausibel, weil die durch antikompetitives Verhalten der Portfoliogesellschaften zu erzielenden Gewinne gigantisch und die entsprechenden Stewardship-Kosten gering seien.⁶¹⁶

Das Modell von *Antón et al.* zeigt, dass zwischen den beiden Fronten nicht notwendigerweise ein Widerspruch besteht:⁶¹⁷ Unter den Annahmen des Modells hat effektive Governance einer Firma negative externe Effekte für ihre Produktmarkt Wettbewerber. Schlechte Governance reduziert zwar die Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Unternehmung auf dem Produktmarkt. Wenn aber die Governance auch bei den Wettbewerbern schlecht ist, stehen die gemeinsamen Eigentümer der Firmen trotzdem besser da, als wenn die Governance bei allen Firmen gut wäre. Das Modell kennt zwar explizit nur den Vergütungsmechanismus als Instrument zur Bewältigung des Agenturkonflikts. Dieser Mechanismus lässt sich aber darüber hinaus auch als Metapher für alle Einflussmöglichkeiten der Eigentümer verstehen, die sich mittelbar auf das Marktverhalten der Firma auswirken könnten.⁶¹⁸ Schwache Stewardship-Anreize passiver – und damit breit diversifizierter – Vermögensverwalter sind unter diesem Blickwinkel *auch* unter wettbewerblichen Gesichtspunkten problematisch.

E. Zusammenfassung zu § 3

Ziel des Kapitels war es, auszuloten, inwiefern der Bedeutungsgewinn passiver Verwalter in den Beteiligungsstrukturen börsennotierter Gesellschaften unter ökonomischen Gesichtspunkten problematisch ist. Hierzu hat das Kapitel die Anreize der passiven Verwalter zur Mitwirkung in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften unter theoretischen Gesichtspunkten analysiert, einschlägige empirische Studien ausgewertet

615 Etwa *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2133 („alarmism over common ownership“).

616 Etwa *Elhauge*, Ohio St. L. J. 82 (2021), 1, 56 f. („[p]otential gains of \$40 billion“, allerdings auf Basis recht grobmaschiger Schätzung mit großzügigen Annahmen).

617 Vgl. die Diskussion bei *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, ECGI Finance Working Paper No 511/2017 (2022), 26 ff.

618 Mit Hinweis auf diese Deutung auch *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, ECGI Finance Working Paper No 511/2017 (2022), 13 („reduced-form mechanism for any governance intervention that improves firm efficiency“).

und einen Bogen zu den industrieökonomischen Implikationen der passiven Kapitalanlage geschlagen.

Ihren Ausgangspunkt nahm die Analyse in der Beobachtung, dass die intermediatisierte Kapitalanlage das klassische Prinzipal-Agent-Modell der Corporate Governance verkompliziert. Die Endanleger sind sowohl im Verhältnis zu den Unternehmensführungen als auch zu den Verwaltern Prinzipale. Die Verwalter wirken in der Corporate Governance der Portfoliogesellschaften als „Stewards“ ihrer Endanleger mit, insbesondere durch Ausübung von Stimmrechten und informelle Kontakte mit den Unternehmensführungen außerhalb der Hauptversammlungen (engagements). Diesen Stewardship-Aktivitäten und der Mitwirkung der Aktionäre im Allgemeinen mag im deutschen Corporate Governance-System nicht die gleiche, herausgehobene Rolle wie im anglo-amerikanischen Raum zukommen. Ganz vernachlässigbar sind die damit zusammenhängenden Fragen jedoch gleichwohl nicht. Die Rolle passiver und anderer Vermögensverwalter in der Corporate Governance zu untersuchen, heißt dabei im Kern, die einschlägigen Anreizstrukturen zu analysieren.

Die Erträge verwalterseitiger Stewardship-Aktivitäten – in Gestalt höherer Unternehmenswerte der Portfoliogesellschaften – kommen überwiegend den Endanlegern zugute. Vermögensverwalter internalisieren nur einen geringen Teil dieser Erträge selbst, nämlich insoweit, als sich mit der Werterhöhung der verwalteten Beteiligungen ihr künftiges Gebühreneinkommen erhöht. Ihre finanziellen Anreize zur Mitwirkung in der Corporate Governance fallen daher grundsätzlich geringer aus als die eines Direktanlegers mit gleicher Beteiligungsquote. Dieses grundlegende Agenturproblem ist für sich genommen keine Besonderheit der passiven Verwaltung. Es ist hier jedoch im Ausgangspunkt besonders stark ausgeprägt, da die Gebührensätze bei der passiven Verwaltung meist deutlich geringer ausfallen als bei der aktiven Verwaltung.

Eine marktbasierter Lösung dieses grundlegenden Konflikts scheint unter theoretischen Gesichtspunkten nur schwer erreichbar. Vermögensverwalter können durch erfolgreiche Stewardship-Aktivitäten zwar die *absolute* finanzielle Performance ihrer Portfolios verbessern. Im Wettbewerb der Verwalter entscheidet aber die *relative* Performance. Von den Stewardship-Aktivitäten des einen Verwalters profitieren ebenso alle anderen Verwalter, die in die jeweilige Gesellschaft investiert haben. Marktbasierter Anreize, die in der finanziellen Performance der Portfolios gründen, kommen daher nur insoweit in Betracht, als sich die verwalteten Portfolios strukturell unterscheiden. Davon kann aber jedenfalls bei Indexfonds auf denselben Index keine Rede sein. Die Endanleger verschiedener Verwalter unterlie-

gen dabei einem Kollektivhandlungsproblem ähnlich dem der Aktionäre im traditionellen Modell der Corporate Governance: Im Kollektiv würden die Endanleger zwar von Stewardship-Aktivitäten der Verwalter profitieren. Individuell haben sie jedoch wenig Anreize, diese Stewardship-Aktivitäten über höhere Gebühren zu finanzieren. Der vielversprechendste Treiber marktbasierter Stewardship-Anreize dürfte in nicht-finanziellen Stewardship-Präferenzen der Kunden zu erblicken sein. Aus Sicht passiver Verwalter könnte es zudem aus anderen Gründen erstrebenswert sein, eine Reputation als „aktive Stewards“ aufzubauen, etwa um nachteilige Regulierung abzuwenden. Das Reputationsargument ist allerdings ambivalent: Große passive Verwalter könnten ebenso Anreize haben, eine Reputation als allzu einflussreiche Machtzentralen des modernen Wirtschaftslebens zu vermeiden.

Bei näherer Betrachtung sind die Zielfunktionen der Verwalter und Endanleger oft komplexer als simple Agenturmodelle suggerieren. Die Ergebnisse der oben skizzierten Analyse werden dadurch aber nicht grundlegend in Frage gestellt. Der Umstand, dass die Aktivitäten von Portfoliogesellschaften wechselseitige externe Effekte erzeugen können, verkompliziert etwa die Zielfunktion eines diversifizierten Anlegers. Die „Portfolioperspektive“ ändert aber nichts an dem grundlegenden Agenturkonflikt: Ein Verwalter hat weiterhin keine finanziellen Anreize, etwaige Intra-Portfolio-Externalitäten im selben Umfang zu berücksichtigen wie ein hypothetischer Direktanleger. Auf Seite des Verwalters etwa könnten Geschäftsbeziehungen mit Portfoliogesellschaften das Stewardship-Kalkül in Richtung der Interessen der Unternehmensführungen verzerren. Unter dem Blickwinkel des simplen Agenturmodells sind solche und andere „allgemeine“ Interessenkonflikte bei der passiven Verwaltung besonders bedenklich. Denn aufgrund der geringeren Gebühren und dem fast vollständigen Fehlen performancebasierter Anreize fallen die Gegengewichte für solche Interessenkonflikte schwächer aus als bei der aktiven Verwaltung.

Das Verhältnis passiver Vermögensverwalter zu Stimmrechtsberatern und aktivistischen Hedgefonds scheint unter theoretischen Gesichtspunkten ambivalent. Passive Vermögensverwalter könnten sich einerseits in stärkerem Umfang als andere Investoren an den Empfehlungen von Stimmrechtsberatern orientieren und die Kampagnen aktivistischer Hedgefonds unterstützen. Andererseits könnten sie infolge bestimmter Faktoren, insbesondere reputationsbasierter Anreize, zurückhaltender als andere Investoren sein, sich management-kritische Standpunkte von Stimmrechtsberatern oder Aktivisten zu eigen zu machen.

Neben den Agenturproblemen der Vermögensverwaltung verdienen auch die Governance-Implikationen Beachtung, die sich unmittelbar aus der passiven Anlagestrategie ergeben. Bei der strikt indexbasierten Anlage geht das gesamte Potenzial der Exit-Governance verloren. Entgegen verbreiteter Sichtweise ist allerdings nicht ersichtlich, weshalb die qua Anlagestrategie fehlende Möglichkeit zur Veräußerung der Beteiligungen die Stewardship-Anreize der passiven Vermögensverwalter im Rahmen der Voice-Governance stärken sollte. Im Gegenteil könnte sich die fehlende Exit-Möglichkeit vielmehr ihrerseits nachteilig auf die Effektivität der durch passive Verwalter ausgeübten Voice-Governance auswirken. Soweit man im Markt für Unternehmenskontrolle einen praxisrelevanten Governance-Mechanismus erblickt, könnte auch dieser Mechanismus durch die passive Anlagestrategie geschwächt werden. Die Details hängen hier von den Regelwerken der Indexadministratoren und den Anlagebedingungen der Fonds ab.

Empirische Untersuchungen zu den Stewardship-Aktivitäten passiver Vermögensverwalter konzentrieren sich – wie so häufig – vor allem auf die USA. Neben der schieren Größe des US-Marktes dürfte ein wichtiger Grund für diesen Fokus in der besseren Datenverfügbarkeit zu sehen sein. Trotz der unterschiedlichen Beteiligungs- und Rechtsstrukturen scheinen die Ergebnisse dieser Untersuchungen auch aus deutscher und europäischer Sicht interessant – nicht zuletzt, weil viele Verwalter(gruppen), die für den US-Markt relevant sind, auch in den Aktionärsstrukturen deutscher und europäischer Gesellschaften eine prominente Rolle spielen.

Insgesamt stehen die empirischen Befunde im Einklang mit der These, dass passive Vermögensverwalter in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften eine eher passive Rolle einnehmen. Es verhält sich zwar keineswegs so, dass kein passiver Vermögensverwalter jemals überhaupt irgendwelche Stewardship-Aktivitäten unternähme. Konsistent mit den hier analysierten Anreizproblemen hält sich der Ressourceneinsatz passiver Verwalter für Stewardship-Aktivitäten aber in Grenzen, die Personalausstattung der Stewardship-Abteilungen der großen Verwalter scheint im Vergleich zur Zahl der Portfoliogesellschaften teils verschwindend gering. Nur ein Bruchteil der Portfoliogesellschaften wird mit „engagements“ bedacht. Im Vergleich zu aktiven Fonds üben Indexfonds in den Hauptversammlungen von US-Emittenten ihre Stimmrechte spürbar seltener konfrontativ aus (d.h. in Übereinstimmung mit Empfehlungen des Stimmrechtsberaters ISS entgegen den Abstimmungsempfehlungen der Unternehmensführungen). Die Überlegung, dass die passiven Verwalter die „natürlichen Partner“ aktivistischer Hedgefonds seien, findet in den

Daten bislang keinen umfassenden Rückhalt. Das gleiche gilt für die Hypothese, dass passive Verwalter ihren großen Einfluss möglicherweise vor allem im Hintergrund durch engagements ausüben.

Eine vielzitierte wirtschaftswissenschaftliche Studie zeichnet zwar insgesamt ein optimistisches Bild der Corporate Governance-Rolle passiver Verwalter. Bei genauerem Hinsehen scheinen gegenüber dieser Studie aber einige Vorbehalte angezeigt. Die Effekte passiver Vermögensverwalter werden dort lediglich indirekt mit komplizierten und im Einzelnen problematischen Methoden am Übergang vom Russell 2000 zum Russell 1000 analysiert. Auch soweit die Ergebnisse gegenüber methodischen Einwänden robust sind, sollten sie nicht unesehen für die Gesamtheit des Marktes generalisiert werden. Eine bislang weniger beachtete, in weiten Teilen aber methodisch überzeugendere Studie gelangt auf Basis einer Vielzahl von Analysen – einschließlich des eigentlichen Abstimmungsverhaltens der Indexfonds – zu einem deutlich pessimistischeren Fazit: „Combined, all of the evidence points in the same direction: the rise of index funds results in weaker monitoring thereby shifting power from investors to firm management.“⁶¹⁹

Der Bedeutungsgewinn passiver Vermögensverwalter wird zunehmend auch in der Industrieökonomie und Wettbewerbspolitik mit Skepsis betrachtet. Common Ownership von Wettbewerbern, so die Sorge, könnte auf den Produktmärkten zu antikompetitiven Effekten (höhere Preise, geringere Mengen) zulasten der Konsumenten führen. Testbare Hypothesen über die antikompetitiven Effekte von Common Ownership sind aus theoretischer Sicht allerdings weniger leicht zu motivieren, als man intuitiv meinen könnte. Der gängige industrieökonomische Modellierungsansatz postuliert, dass Firmen unter Common Ownership nicht mehr ihren eigenen Gewinn, sondern die gewichteten Portfoliointeressen ihrer Eigentümer maximieren (Kappa-Zielfunktion). Alles weitere folgt dann aus klassischen spieltheoretischen Modellen des Wettbewerbs, auf wettbewerbsfeindliche Absprachen oder Einflussnahmen kommt es nicht an. Weshalb genau Unternehmen aber nach der Kappa-Zielfunktion agieren sollten, erklärt der gängige industrieökonomische Modellierungsansatz nicht. In Ansehung der real existierenden Corporate Governance-Strukturen scheint diese zentrale Annahme durchaus angreifbar. Das Kappa-Modell definiert die Trennung von Eigentum und Kontrolle und damit den grundlegenden Prinzipal-Agent-Konflikt der Corporate Governance schlicht hinweg. Zahlreiche Mechanismen zur Bewältigung dieses Konflikts (wie etwa ak-

619 Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 126.

tenbasierte Vergütungen) zielen aber gerade auf eine Ausrichtung der Interessen der Unternehmensführung am Ziel der Eigenwertmaximierung ab. Die passive Verwaltung verschärft den von dem Modell ausgeblenden Agenturkonflikt zwischen Unternehmensführung und diversifiziertem Aktionariat eher als ihn zu lösen. Ferner berücksichtigt das Modell nicht die in großen Unternehmen übliche Abkopplung von strategischen und operativen Entscheidungen.

Ein jüngerer Modellierungsansatz greift diese wichtigen Kritikpunkte auf und zeigt, dass sich antikompetitive Marktergebnisse auch mit konservativeren und aus Corporate Governance-Sicht durchaus plausibleren Annahmen einstellen können. In dem Modell ist der einzige Parameter, auf den die Eigentümer Einfluss haben, die Beteiligung der Unternehmensführung am Gewinn der einzelnen Firma. Horizontalverflechtungen wirken sich in dem Modell im Ergebnis negativ auf die aus Sicht der Eigentümer optimale Erfolgsbeteiligung aus. Die damit verbundenen höheren Agenturkosten schlagen sich zwar in höheren unternehmensspezifischen Produktionskosten nieder, zugleich aber auch in höheren Preisen am Markt. Von diesen höheren Preisen wiederum profitiert ein gemeinsamer Eigentümer auch durch seine Beteiligungen an den anderen Firmen. Dieser Modellansatz ist deshalb wichtig und interessant, weil er zeigt, dass zwischen antikompetitiven Marktergebnissen und schwacher Überwachung der Unternehmensführungen durch diversifizierte Aktionäre nicht notwendigerweise ein Widerspruch besteht. Unter diesem Blickwinkel sind zurückhaltende Stewardship-Aktivitäten der passiven Verwalter *auch* unter wettbewerbsökonomischen Gesichtspunkten bedenklich.