

§ 1 Einleitung

Salarino: *And, in a word, but even now worth this,
And now worth nothing? [...]
But tell not me, I know Antonio
Is sad to think upon his merchandise.*

Antonio: *Believe me, no. I thank my fortune for it,
My ventures are not in one bottom trusted,
Nor to one place; nor is my whole estate
Upon the fortune of this present year;
Therefore, my merchandise makes me not sad.“*

*Shakespeare, The Merchant of Venice (1600 [1998]),
Erster Akt, Erste Szene.*

A. Motivation

Schon der Kaufmann von Venedig wusste die Vorzüge der Risikostreuung zu schätzen. Vor allem im Bereich der Wertpapieranlage spielt der Diversifikationsgedanke auch heute noch eine zentrale Rolle. Aber wie lässt er sich am besten umsetzen? Obwohl die wesentlichen Intuitionen bereits bei *Shakespeare* angelegt schienen,¹ dauerte es recht lange, bis die ökonomische Theorie praktisch verwertbare Antworten auf diese Frage anbieten konnte. Der entscheidende Durchbruch gelang im Jahr 1952 *Harry Markowitz* mit dem „portfolio selection“-Modell,² welches die Finanzmarkttheorie für die kommenden Jahrzehnte prägen sollte.³ Nicht zuletzt legte *Markowitz* mit seiner Arbeit einen wichtigen Grundstein für den Siegeszug

1 Vgl. *Markowitz*, *Fin. Anal. J.* 55 (1999), 5 („Clearly, Shakespeare not only knew about diversification but, at an intuitive level, understood covariance.“).

2 *Markowitz*, *J. Fin.* 7 (1952), 77.

3 Aufbauend auf *Markowitz*‘ Überlegungen etwa das bekannte Capital Asset Pricing Model (CAPM) nach *Sharpe*, *J. Fin.* 19 (1964), 425 und *Lintner*, *Rev. Econ. Stat.* 47 (1965), 13. Siehe auch *Rubinstein*, *J. Fin.* 57 (2002), 1041, 1044 („Indeed, the ideas in [Markowitz‘] 1952 paper have become so interwoven into financial economics that they can no longer be disentangled.“).

der „passiven“ Anlagestrategie.⁴ Diese zielt darauf ab, unter Minimierung der durch Diversifikation vermeidbaren Risiken die Marktrendite zu verdienen. Im Gegensatz zu „aktiven“ Strategien legt es die passive Anlagestrategie nicht darauf an, durch Ausnutzung vermeintlicher oder tatsächlicher Informationsvorteile Überrenditen zu erzielen. Zahlreiche Studien haben im Laufe der Zeit gezeigt, dass sich mit passiven Strategien nach Kosten im Mittel höhere risikoadjustierte Renditen erzielen lassen als mit aktiven Ansätzen.⁵

Zur Implementierung passiver Strategien setzen vor allem Privatanleger häufig auf Indexfonds, heutzutage zumeist in der börsengängigen Form eines Exchange-Traded Fund (ETF).⁶ Die Anlagestrategie solcher Fonds beruht in der Regel auf der schlichten Nachbildung (synonym: Replikation, „Tracking“) eines bestimmten Wertpapierindex.⁷ Zu den bekanntesten Anbietern von Indexfonds gehören die US-amerikanischen Vermögensverwalter BlackRock, Vanguard und State Street. Gemeinsam werden sie oft als die „Big Three“ bezeichnet.⁸ Auch Fondsgesellschaften, die primär aktiv gemanagte Produkte anbieten, unterhalten daneben regelmäßig ein mehr oder weniger umfangreiches passives Segment.⁹ Darüber hinaus setzen die Verwalter von Indexfonds passive Anlagestrategien bisweilen auf Basis individueller Vereinbarungen für Pensionsfonds und andere institutionelle

4 Für eine ausführliche Darstellung der Geschichte der passiven Anlageprodukte im Lichte der Arbeiten von *Markowitz* und anderen Pionieren der modernen Kapitalmarkttheorie siehe *Wigglesworth*, *Trillions* (2021), S. 37 ff.

5 Siehe etwa *Gruber*, *J. Fin.* 51 (1996), 783; *French*, *J. Fin.* 63 (2008), 1537 („cost of active investing“); *Del Guercio/Reuter*, *J. Fin.* 69 (2014), 1673, 1673 („well-documented underperformance“).

6 Für eine Beschreibung der Funktionsweise von ETFs siehe *Lettau/Madhavan*, *J. Econ. Persp.* 32 (2018), 135; aus deutsch-rechtlicher Sicht zuletzt *Becker*, *WM* 2022, 604.

7 Vgl. für das deutsche Kapitalanlagerecht Art. 3 Nr. 2, 4 Abs. 3 Fondskategorien-Richtlinie (auf Basis des § 4 Abs. 2 KAGB). Im Detail lässt sich darüber streiten, ob jede indexnachbildende Strategie das Attribut „passiv“ verdient, da die Methodik für die Zusammensetzung der Indizes ihrerseits aktive Elemente aufweisen kann; ausführlich dazu *Robertson*, *Yale J. Reg.* 36 (2019), 795; *Mahoney/Robertson*, *Harv. Bus. L. Rev.* 11 (2021), 311.

8 Dazu näher unten § 2 C.II.4.

9 Siehe unten § 2 C.II.3 und § 2 C.II.4.

Investoren¹⁰ um.¹¹ Die Dienstleistung, Portfolios mit indexnachbildender Anlagestrategie für andere zu verwalten, wird im Folgenden als „passive Vermögensverwaltung“ oder schlicht „passive Verwaltung“ bezeichnet.

Rund um den Globus gewinnen passiv verwaltete Produkte zunehmend an Popularität: Im vergangenen Jahr überstiegen die weltweiten Zuflüsse in Indexfonds erstmals eine Billion US-Dollar (der Großteil davon in ETFs).¹² Ein erheblicher Teil dieser Zuflüsse entfiel dabei auf solche Indexfonds, die in Aktien investieren.¹³ Es verwundert daher nicht, dass sich der Trend zur passiven Kapitalanlage zunehmend auch in den Beteiligungsstrukturen börsennotierter Gesellschaften niederschlägt. Für die USA etwa haben *Lucian Bebchuk* und *Scott Hirst* in einer vielbeachteten Studie dokumentiert, dass die Big Three an den Emittenten des Leitindex S&P 500 Ende 2017 im Mittel gemeinsam eine etwa 20 %-ige Beteiligung hielten.¹⁴ Der hohe Diversifikationsgrad passiver Produkte bringt es zudem mit sich, dass ihre Verwalter häufig erhebliche Beteiligungen an Gesellschaften halten, die miteinander im Wettbewerb stehen.¹⁵

Einer verbreiteten Intuition zum Trotz bedingt die passive Natur der Anlagestrategie nicht von vornherein, dass passive Verwalter auch in der Corporate Governance der Portfoliogesellschaften eine passive Rolle einnehmen.¹⁶ Die Passivität der Verwaltung beschreibt zunächst nur eine Eigenschaft der Strategie zur Portfolioallokation, also der Auswahl und

-
- 10 Zum Begriff des institutionellen Investors etwa *Brellocks*, ZHR 185 (2021), 319, 321 ff.; *Bassler*, Institutionelle Anleger (2015), S. 33 ff.; zur im Vergleich zum allgemeinen Sprachgebrauch restriktiven Definition des Begriffs „institutionelle Anleger“ in § 134a AktG unten § 4 B.II.2.
- 11 Zur rechtsstatistischen Erheblichkeit dieser Intermediationsform unten § 2 B.I und § 2 C.II.4.
- 12 Morningstar, Global Flows 2021 (2022), S. 3.
- 13 Vgl. für den europäischen Raum etwa Morningstar, Asset Flow Commentary: Europe (2021), S. 3 (12-Monatsübersicht der Zuflüsse Stand April 2021, dabei entfielen 65 % der Zuflüsse in passive Fonds auf die Kategorie „Equity“); für den US-amerikanischen Markt Morningstar, U.S. Fund Flows (2021), S. 3 mit Tabelle 3 (12-Monatsübersicht der Zuflüsse Stand Juni 2021, dabei entfielen 54 % der Zuflüsse in passive Fonds auf die Kategorien „U.S. Equity“, „Sector Equity“ und „International Equity“). In der in Fn. 12 genannten Fundstelle werden die globalen Zuflüsse in Indexfonds anders als die Zuflüsse in aktive Fonds nicht gesondert nach Anlageklassen aufgeschlüsselt.
- 14 *Bebchuk/Hirst*, B. U. L. Rev. 99 (2019), 721, 734 mit Abbildung 1.
- 15 Für eine ausführliche Dokumentation der Entwicklung der Horizontalverflechtungen im S&P 500 etwa *Backus/Conlon/Sinkinson*, AEJ:Micro 13 (2021), 273; *Amel-Zadeh/Kasperk/Schmalz*, ECGI Finance Working Paper No 838/2022.
- 16 Wie hier *Bassler*, Institutionelle Anleger (2015), S. 104 f.

Gewichtung der in ein Portfolio aufzunehmenden Werte. Insofern haben passive Verwalter praktisch kaum Ermessen: Die Kapitalallokation wird bereits durch den zu replizierenden Index vorgegeben. Noch nichts gesagt ist damit allerdings über Umfang und Art der Ausübung von Aktionärsrechten und sonstiger Einflussnahmen auf die Portfoliogesellschaften. Ein passiver Anleger respektive Verwalter muss nicht zwangsläufig ein „passiver“ Aktionär sein, umgekehrt können auch „passive“ Aktionäre prinzipiell eine aktive Anlagestrategie verfolgen. Inwiefern passive Verwalter tatsächlich Anreize haben, auf die Geschicke der Portfoliogesellschaften Einfluss zu nehmen, steht auf einem anderen Blatt – es griffe aber zu kurz, insofern schlicht auf die „passive“ Strategie der Kapitalallokation zu verweisen!

B. Erkenntnisinteressen

Ausgehend von den skizzierten Beobachtungen hat sich im US-amerikanischen Raum in den vergangenen Jahren eine vielschichtige Diskussion über die Rolle passiver Vermögensverwalter in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften entfaltet.¹⁷ Die in diesem Zuge unterbreiteten Reformvorschläge reichen von „nichts tun“¹⁸ über die im Unternehmens- und Kapitalmarktrecht üblichen Rufe nach mehr Transparenz¹⁹ hin zu erheblichen Interventionen wie strengen Beteiligungsobergrenzen für passive Verwalter.²⁰ Manche sorgen sich dabei vor allem um die erhebliche Konzentration wirtschaftlicher Macht in den Händen weniger Vermögensverwalter bzw. der für sie handelnden Individuen.²¹ Andere stehen dem Bedeutungsgewinn passiver Vermögensverwalter optimistischer gegenüber und hegen die Hoffnung, dass passive Verwalter aufgrund des hohen Diversifizierungsgrads ihrer Portfolios wichtige Beiträge zur Bewältigung großer globaler Herausforderungen wie dem Klimawandel leisten könnten.²² Wiederum andere befürchten, dass passive Verwalter – insbesonde-

17 Statt aller hier nur *Lund*, J. Corp. L. 43 (2018), 493; *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029; *Fisch/Hamdani/Solomon*, U. Pa. L. Rev. 168 (2019), 17; *Rock/Kahan*, B. U. L. Rev. 100 (2020), 1771.

18 Etwa *Rock/Kahan*, B. U. L. Rev. 100 (2020), 1771, 1815 („we [...] favor letting shareholders be shareholders“).

19 Etwa *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2123 ff.

20 Etwa *Posner/Scott Morton/Weyl*, Antitrust L.J. 2016, 669, 708 f. und passim.

21 Etwa *Coates*, Harvard Public Law Working Paper No 19–07 (2019).

22 Etwa *Condon*, Wash. L. Rev. 95 (2020), 1.

re im Vergleich zu aktiven Verwaltern – nur vergleichsweise schwache Anreize haben könnten, überhaupt in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften mitzuwirken, was Agenturkonflikten zwischen Unternehmensführung und Aktionariat Vorschub leisten könnte.²³ Als besonders kontrovers haben sich ferner die unter dem Stichwort „Common Ownership“ diskutierten industrieökonomischen Implikationen der diversifizierten Geldanlage erwiesen.²⁴ Im Mittelpunkt steht dabei die Sorge, dass über den Kapitalmarkt vermittelte indirekte Horizontalverflechtungen volkswirtschaftlich nachteilige Auswirkungen auf den Produktmarkt-wettbewerb haben könnten (namentlich höhere Preise, geringere Mengen).²⁵ Für den gesellschaftsrechtlichen Diskurs sind die unter Umständen antikompetitiven Effekte von Common Ownership deshalb von Interesse, weil sich die industrieökonomische und wettbewerbsrechtliche Diskussion in weiten Teilen darum dreht, über welche Mechanismen solche Effekte vermittelt werden könnten – dies sind am Ende hauptsächlich Kanäle der Corporate Governance.²⁶

Inspiziert durch die anregenden Diskussionen jenseits des Atlantiks richtet die vorliegende Untersuchung den Blick auf die europäischen und hier vor allem die deutschen Markt- und Rechtsverhältnisse: Sie will ausloten, inwiefern der Siegeszug der passiven Vermögensverwaltung auch hierzulande eine Herausforderung für die Corporate Governance darstellt. Kernziel ist es dabei, Empfehlungen dafür zu entwickeln, ob und wie der deutsche und europäische Gesetzgeber im Bereich des Unternehmens- und Kapitalmarktrechts auf den Bedeutungsgewinn der passiven Kapitalanlage reagieren sollten. Das zentrale Erkenntnisinteresse der Untersuchung ist also rechtspolitischer Natur. Auf der Linie des US-amerikanischen Diskurses soll dieses Erkenntnisinteresse vorliegend primär vom Standpunkt der ökonomischen Analyse des Rechts beleuchtet werden.²⁷

23 Etwa *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029.

24 *Elbauge*, Harv. L. Rev. 129 (2016), 1267, 1267 sprach schon früh von einem „economic blockbuster“.

25 Prägend für die Diskussion die Studie zum US-Luftfahrtsektor von *Azar/Schmalz/Tecu*, J. Fin. 73 (2018), 1513.

26 Statt aller hier nur *Hemphill/Kaban*, Yale L. J. 129 (2020), 1392; *Elbauge*, Ohio St. L. J. 82 (2021), 1.

27 Allgemein zur Rechtfertigung der Wohlfahrtsökonomie als normativem Analyserahmen *Kaplow/Shavell*, Harv. L. Rev. 114 (2001), 961, 976 ff.; zum Stellenwert der ökonomischen Analyse des Rechts für die deutsche Gesetzgebung etwa *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip (2015), S. 414 ff. und passim.

Zur Beantwortung der rechtspolitischen Leitfrage verfolgt die Untersuchung die folgende Strategie: In einem ersten Schritt fragt sie, inwieweit sich der Bedeutungsgewinn der passiven Kapitalanlage auch hierzulande in den Beteiligungsstrukturen börsennotierter Gesellschaften niederschlägt. Weiterhin ist zu klären, inwiefern der Bedeutungsgewinn passiver Vermögensverwalter unter Corporate Governance-Gesichtspunkten ein ökonomisches Problem darstellt, auf das die Rechtsordnung ggf. reagieren sollte. Aufbauend auf dieser Problemanalyse fragt die Untersuchung, inwieweit die identifizierten Probleme bereits von der Rechtsordnung gelöst werden oder in der Zukunft gelöst werden könnten. Dies erfordert zunächst eine Bestandsaufnahme der Regeln, die *de lege lata* für die Mitwirkung passiver Vermögensverwalter in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften gelten. Auf dieser Bestandsaufnahme kann schließlich die eigentliche rechtspolitische Diskussion aufsetzen.

Über die Rolle institutioneller Investoren in der Corporate Governance und „Stewardship“ ist über die Jahre gewiss schon viel geschrieben worden, zuletzt insbesondere im Zusammenhang mit der Revision der Aktionärsrechterichtlinie (ARRL²⁸) und ihrer nationalen Umsetzung durch das ARUG II.²⁹ Zu einem gewissen Grad serviert die Untersuchung mit dem skizzierten Forschungsprogramm daher „alten Wein in neuen Schläuchen“: Wieder einmal werden die Mitwirkung von institutionellen Investoren in der Corporate Governance diskutiert und die einschlägigen aktien- und aufsichtsrechtlichen Vorgaben kritisch gewürdigt, dieses Mal pri-

28 Richtlinie 2007/36/EG, geändert durch die Richtlinie (EU) 2017/828 (ARRL II). Im Rahmen der Untersuchung sind Zitate der „ARRL“ solche der konsolidierten Fassung, Zitate der „ARRL II“ solche der Änderungsrichtlinie.

29 Siehe aus der Aufsatzliteratur etwa *Baums/Fraune*, AG 1995, 97; *Schmolke*, ZGR 2007, 701; *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221; *Tröger*, ZGR 2019, 126; monographisch *Mackensen*, Institutionelle Anleger im Unternehmensrecht Deutschlands und der USA (2000); *Winkler*, Verantwortung institutioneller Anleger (2008); *Bassler*, Institutionelle Anleger (2015); *Inci*, Shareholder Engagement (2018); *Hein*, Die Stewardship-Verantwortung institutioneller Investoren (2018); *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre im deutschen Aktienrecht (2019); aus Schweizer Sicht *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft (2000), S. 436 ff.; *Spillmann*, Institutionelle Investoren im Recht der (echten) Publikumsgesellschaften (2004); *Forstmoser*, in: FS Wiegand (2005); aus der deutschen betriebswirtschaftlichen Forschung etwa *Steiger*, Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance (1999); *Bassen*, Institutionelle Investoren und Corporate Governance (2002); *Heinen*, Institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater (2019). Zu Untersuchungen mit Schwerpunkt auf „aktivistischen“ Aktionären siehe die Nachweise unten Fn. 403.

mär am Beispiel der passiven Vermögensverwaltung. Aus dem Umstand, dass die Ausgangsfragen der Untersuchung altbekannt sind, folgt allerdings nicht, dass zu diesen Fragen allgemein oder speziell im vorliegenden Kontext schon alles gesagt ist.³⁰

In der Sache sind zahlreiche Besonderheiten der passiven Verwaltung in den Blick zu nehmen, namentlich die relativ niedrigen Gebührensätze, die weitgehende Austauschbarkeit passiver Produkte aus Anlegersicht, die fehlende Exit-Möglichkeit passiver Verwalter sowie die hohen Beteiligungsquoten mancher Verwalter. All diese Faktoren können sich auf Umfang, Art und Konsequenzen der Anreize zur Mitwirkung der Vermögensverwalter in der Corporate Governance auswirken. Dies wird nicht zuletzt durch eine Reihe von Beiträgen aus der jüngeren finanzökonomischen Forschung belegt, die sich empirisch mit den Unterschieden im Mitwirkungsverhalten passiver und aktiver Verwalter auseinandersetzen. Der Umstand, dass passive Verwalter häufig an verschiedenen Gesellschaften beteiligt sind, die miteinander im Wettbewerb stehen, gibt zudem Anlass, die industrieökonomischen Implikationen der Mitwirkungsanreize dieser Verwalter näher in den Blick zu nehmen.

Daneben beschreitet die Untersuchung auch auf methodischer Seite einige noch wenig ausgetretene Pfade. So nutzt sie nicht nur die hergebrachten Begriffe der ökonomischen Analyse des Unternehmensrechts, um qualitativ die einschlägigen Anreizstrukturen zu beschreiben, sondern macht auch verschiedene Ansätze fruchtbar, die sich im weitesten Sinn der „quantitativen Rechtswissenschaft“³¹ zuordnen lassen. Einerseits setzt die Untersuchung stellenweise selbst quantitative Methoden ein. So unternimmt sie eine eigenständige Auswertung der zugrundeliegenden Rechts-tatsachen und stützt sich gelegentlich auf modelltheoretisch motivierte Argumente. Andererseits rezipiert sie an zahlreichen Stellen recht ausführlich die kontemporäre ökonomische empirische Literatur zum Thema und hinterfragt kritisch die dort eingesetzten Methoden und gefundenen Ergebnisse. Die Untersuchung hofft, den Leser dabei überzeugen zu können, dass derlei disziplinenübergreifende Ansätze bisweilen interessante, neuartige und rechtspolitisch relevante Erkenntnisse zu Tage fördern können,

30 Speziell zur Bedeutung der passiven Vermögensverwaltung daher auch *Weber/Kebekus*, ZHR 184 (2020), 324; *Klöbn*, ZHR 185 (2021), 183 und ebenfalls monographisch *Winterhalder*, Indexfonds in der Corporate Governance (2022); siehe auch *Weber-Rey*, in: FS Seibert (2019), S. 1070 („Insbesondere Indexfonds [...] müssen in ihrer Wechselwirkung auf die Unternehmenslandschaft besser analysiert, besser verstanden werden.“).

31 *Coupette/Fleckner*, JZ 2018, 379.

die dem Rezipienten bei einem nur kursorischen Überblick über den Forschungsstand verborgen blieben.

C. Gang der Untersuchung

Der Hauptteil der Untersuchung ist in vier Kapitel unterteilt, die mit der oben genannten Strategie zur Beantwortung der Forschungsfrage korrespondieren. Die ersten zwei Kapitel behandeln die rechtstatsächlichen (§ 2) und rechtsökonomischen (§ 3) Vorfragen zur Problemanalyse. Das dritte und vierte Kapitel widmen sich den rechtlichen Rahmenbedingungen *de lege lata* (§ 4) und *de lege ferenda* (§ 5). Am Schluss steht eine Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse (§ 6). Im Einzelnen stellt sich der Gang der Untersuchung wie folgt dar.

§ 2 beleuchtet zum Auftakt die rechtstatsächliche Verbreitung passiv verwalteter Beteiligungen. Der Schwerpunkt liegt dabei auf dem deutschen Aktienmarkt. Daneben wird aber auch ein vergleichender Blick auf den breiteren europäischen Raum und den US-amerikanischen Markt geworfen. Der rechtstatsächlichen Bestandsaufnahme wird hier deshalb ein ganzes Kapitel gewidmet, weil es andernorts an aussagekräftigen Statistiken zu den Beteiligungsstrukturen im deutschen Aktienmarkt fehlt: Die verfügbaren Untersuchungen analysieren oft nur Beteiligungen oberhalb bestimmter Grenzwerte, betrachten nur vergleichsweise wenige Kennzahlen oder begrenzen die Untersuchungspopulation auf die Unternehmen des DAX. Auf Basis der öffentlich verfügbaren Auswertungen lässt sich beispielsweise nicht ansatzweise beantworten, wie hoch die durchschnittliche Beteiligung von Indexfonds an Emittenten im deutschen Aktienmarkt ausfällt, in welchen Jurisdiktionen die Verwalter der einschlägigen Fonds sitzen, und wie stark das Ausmaß indirekter Horizontalverflechtungen (Common Ownership) im deutschen Raum im Vergleich zu den USA ausfällt. Für eine tragfähige rechtspolitische Diskussion über den Umgang mit passiven Vermögensverwaltern sind diese Fragen jedoch von entscheidender Bedeutung. Wie sich zeigen wird, fehlen Antworten auf diese Fragen bislang nicht oder zumindest nicht ausschließlich deshalb, weil es für deutsche Emittenten von vornherein an den notwendigen Daten fehlt: Dank der weitreichenden Transparenz von Fondsbeteiligungen lässt sich auch unterhalb der wertpapierhandelsrechtlichen Meldeschwellen einiges zu den Beteiligungsstrukturen im deutschen Aktienmarkt sagen.

Neben Erläuterungen zur Herkunft der entsprechenden Daten präsentiert § 2 die Ergebnisse umfangreicher eigener Analysen der Beteiligungs-

strukturen im DAX, MDAX und SDAX zwischen 2005 und 2020. Für das Jahr 2020 werden die Beteiligungsstrukturen zudem für den gesamten deutschen Aktienmarkt (CDAX) analysiert und mit entsprechendem Zahlenmaterial für die USA und die europäische Ebene verglichen. Aufgrund der Knappheit von Auswertungen, die den gesamten Markt in seiner Breite und Tiefe beleuchten, dürften diese Analysen durchaus auch über den hier behandelten Kontext hinaus für die Unternehmensrechtsforschung von Interesse sein.

Für den weiteren Gang der Untersuchung sind vor allem drei Beobachtungen aus § 2 wichtig: Erstens lässt sich im Zeitraum zwischen 2005 und 2020 auch in Deutschland ein Bedeutungsgewinn der passiven Vermögensverwalter in den Beteiligungsstrukturen börsennotierter Gesellschaften konstatieren, der mit stärkeren indirekten Verflechtungen einhergeht. Auch im breiteren europäischen Raum hat die passive Anlagestrategie ihre Spuren in den Beteiligungsstrukturen hinterlassen. Diese Beobachtung ist deshalb wichtig, weil sie belegt, dass die im weiteren Verlauf der Untersuchung angestellten ökonomischen Überlegungen auch aus deutscher bzw. europäischer Sicht keineswegs nur von ganz theoretischem Interesse sind. Zweitens sollte die Bedeutung der passiven Vermögensverwalter aber im Vergleich mit entsprechenden Metriken für die USA auch nicht überschätzt werden, insbesondere jenseits der größten Gesellschaften. Diese Beobachtung ist vor allem deshalb wichtig, weil sie zeigt, dass jedenfalls diejenigen Reformüberlegungen, die durch die inzwischen doch recht beachtliche Dominanz der Big Three in den USA inspiriert sind, für den deutschen und europäischen Markt jedenfalls derzeit kaum Relevanz entfalten. Drittens entfällt ein erheblicher Teil der Indexfonds-Beteiligungen an deutschen Gesellschaften (und auch von Vermögensverwalter-Beteiligungen im Allgemeinen) auf US-amerikanische Verwalter. Wichtig ist diese Beobachtung deshalb, weil sie zeigt, dass deutsche und europäische Reformdiskussionen im hier behandelten Kontext auch das einschlägige US-amerikanische Aufsichtsrecht im Blick behalten müssen. Dieses ist nicht nur aus vergleichender Perspektive von Interesse, sondern entfaltet, soweit es Sorgfalts- und Transparenzpflichten für Vermögensverwalter enthält, die unabhängig vom Sitz der Portfoliogesellschaften gelten, keine geringere Bedeutung für die Corporate Governance deutscher und europäischer Gesellschaften als die nationalen und supranationalen Regeln für deutsche und europäische Verwalter.

§ 3 nimmt die Rolle passiver Vermögensverwalter in der Corporate Governance unter ökonomischen Gesichtspunkten in den Blick. Ziel des Kapitels ist es, auszuloten, inwiefern der Bedeutungsgewinn der passiven

Kapitalanlage ein ökonomisches Problem darstellt, das ggf. eine Reaktion der Rechtsordnung erfordert. Dabei geht es nicht darum, den Sinn und Unsinn, die Chancen und Risiken sowie die Kosten und den Nutzen der Aktionärsmitwirkung im Allgemeinen zu bewerten. Dreh- und Angelpunkt der Analyse ist vielmehr die Beobachtung, dass Vermögensverwalter in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften nicht im ureigenen Interesse, sondern als Intermediäre („Stewards“)³² ihrer Endanleger mitwirken. Diese Intermediatisierung führt dazu, dass ein Vermögensverwalter mit einer x%-igen Beteiligung an einer Gesellschaft deutlich geringere Anreize zur Mitwirkung in der Corporate Governance dieser Gesellschaft hat als ein Anleger mit proprietärer Beteiligung in gleicher Höhe. Die aufgrund des klassischen Kollektivhandlungsproblems der Aktionäre ohnehin suboptimalen – aber gleichwohl nicht völlig von der Hand zu weisenden³³ – Mitwirkungsanreize der Inhaber verhältnismäßig kleiner Beteiligungen werden dadurch weiter verwässert.

§ 3 rekapituliert zunächst knapp die rechtsökonomischen Grundlagen der Aktionärsmitwirkung in der Corporate Governance, unter Berücksichtigung der Besonderheiten des deutschen Aktienrechts. Aufbauend hierauf entwickelt § 3 eine „Stewardship-Theorie der passiven Vermögensverwaltung“, die die grundlegenden Unterschiede zwischen passiver und aktiver Verwaltung und ihre möglichen Auswirkungen auf das Mitwirkungsverhalten der Verwalter herausarbeitet. Der zentrale Agenturkonflikt bei der Vermögensverwaltung, der sich aus der Fixvergütung der Verwalter ergibt, wird dabei zunächst formal beschrieben. Diese formale Analyse dient zugleich als Ausgangspunkt für eine – überwiegend qualitative – Diskussion verschiedener weiterer Faktoren, die sich auf das Ob und Wie der Aktionärsmitwirkung durch passive Verwalter auswirken könnten. Im Anschluss an diese theoretischen Ausführungen wertet § 3 die umfangreiche empirische Literatur zum Mitwirkungsverhalten passiver Vermögensverwalter aus. Der Forschungsstand wird dabei nicht nur auf Basis der Abstracts der einschlägigen Studien erläutert: Gefragt wird vielmehr auch, was dort jeweils wie untersucht wurde und welche Schlüsse sich aus den Ergebnissen ziehen lassen (und welche nicht). Zuletzt lotet § 3 knapp aus, wie sich die Befunde aus dem theoretischen und empirischen Teil zu der kontroversen Forschung zu den antikompetitiven Effekten von Common Ownership verhalten.

32 Zur Terminologie noch unten § 3 A.III.

33 Unten § 3 A.I.4.

Für den weiteren Gang der Untersuchung lassen sich aus § 3 wiederum drei wesentliche Beobachtungen synthetisieren. Erstens besteht aus theoretischer Sicht durchaus Grund zur Sorge: Passive Vermögensverwalter haben insbesondere im Vergleich zu aktiven Verwaltern aus Sicht der Endanleger suboptimale Anreize, in der Corporate Governance der Portfoliogesellschaften aktiv zu werden. Dies liegt ganz überwiegend nicht an der passiven Anlagestrategie per se, sondern an bekannten Agenturkonflikten, die durch die besonderen Eigenschaften der passiven Anlagestrategie verschärft werden. Zweitens ist auf Basis der gegenwärtigen empirischen Studienlage davon auszugehen, dass sich diese Besonderheiten auch praktisch durchaus im Mitwirkungsverhalten der passiven Verwalter niederschlagen. Insbesondere im Vergleich zu aktiven Verwaltern fällt dieses jedenfalls in den USA spürbar zurückhaltender aus, was dem klassischen Prinzipal-Agent-Konflikt der Corporate Governance Vorschub leisten könnte. Die Ergebnisse einer vielzitierten Studie, die passive Verwalter demgegenüber als „aktive Eigentümer“ portraitierte,³⁴ scheinen bei näherem Hinsehen kaum belastbar. Drittens schließen diese theoretischen und empirischen Befunde Sorgen über antikompetitive Effekte von Common Ownership keineswegs aus. Im Gegenteil könnte schwaches Mitwirkungsverhalten der passiven Verwalter seinerseits einen wichtigen Transmissionsmechanismus für solche antikompetitiven Effekte darstellen.

Im Lichte der rechtstatsächlichen Beobachtungen aus § 2 (Bedeutungsgewinn der passiven Vermögensverwalter) und der rechtsökonomischen Problemanalyse aus § 3 (beachtliche Anreizprobleme im Verhältnis zwischen Endanlegern und passiven Vermögensverwaltern mit Auswirkungen für die Corporate Governance und unter Umständen auch für die Produktmärkte) richten die §§ 4 und 5 den Blick auf die Rolle des Rechts. Im Fokus steht die Frage, inwieweit die Rechtsordnung einen Beitrag zur Lösung der in § 3 analysierten Anreizprobleme in der passiven Vermögensverwaltung leistet oder in Zukunft leisten könnte. Da es im Kern um Interessenkonflikte zwischen Verwaltern und ihren Endanlegern geht, sind dabei vor allem aufsichtsrechtliche Vorgaben in den Blick zu nehmen, die sich mit der Mitwirkung von Intermediären in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften befassen.

§ 4 unternimmt zunächst eine Bestandsaufnahme relevanter Regelungen im US-amerikanischen, europäischen und deutschen Recht. Praktisch verwertbare Reformvorschläge lassen sich schwer im luftleeren Raum allein

34 *Appel/Gormley/Keim*, J. Fin. Econ. 121 (2016), 111 („Passive investors, not passive owners“).

auf Basis ökonomischer Überlegungen formulieren. Vielmehr können rechtspolitische Empfehlungen, auch soweit sie ihren Ausgangspunkt in der Analyse ökonomischer Problemlagen nehmen, sinnvoll nur in Kenntnis der bereits bestehenden rechtlichen Zusammenhänge ausgesprochen werden. Dass die Untersuchung der Beschreibung der *lex lata* ein eigenes Kapitel widmet und diese nicht einfach in die rechtspolitische Diskussion „integriert“, hat vor allem pragmatische Gründe: Einerseits lässt sich der Inhalt der geltenden Regelungen im hier zu untersuchenden Kontext deutlich leichter aus der Systematik des Rechts heraus erklären als im Lichte seiner ökonomischen Funktionen. Andererseits ist der Inhalt der geltenden Vorschriften stellenweise erst durch Auslegung zu klären. Die Entkopplung der Darstellung des geltenden Rechts von der ökonomischen Analyse seiner Funktionen erlaubt hier von vornherein eine saubere Trennung rechtsdogmatischer und rechtspolitischer Erwägungen. Der Preis für diese Aufbauentscheidung ist freilich, dass es zwischen § 3 und § 4 zu einem recht abrupten Themen- und Methodenwechsel kommt: Ging es eben noch um Anreizstrukturen und Regressionsanalysen, stehen plötzlich technische aufsichtsrechtliche Begriffe und klassische Auslegungsfragen auf dem Programm, ehe § 5 wieder den Bogen zu den rechtstatsächlichen und rechtsökonomischen Vorarbeiten aus §§ 2 und 3 zurückspannt.

Die Darstellung in § 4 trennt zwischen dem US-amerikanischen Recht einerseits und dem europäischen und deutschen Recht andererseits. Soweit das US-amerikanische Recht Regelungen zur Mitwirkung US-amerikanischer Vermögensverwalter in der Corporate Governance von aus US-Sicht ausländischen Portfoliogesellschaften trifft, ist dieses dabei wie oben dargelegt keineswegs nur aus vergleichender Perspektive von Interesse. Im US-amerikanischen Recht liegt der Schwerpunkt auf den bundesrechtlichen Regelungen für die Verwaltung von Publikumsfonds sowie den Vorgaben für die externen Verwalter privater Pensionsfonds. Das deutsche Recht wird im zu untersuchenden Bereich weitgehend – wenn auch nicht vollständig – durch europäische Vorgaben determiniert. Schwerpunktmäßig stehen hier die einschlägigen Vorschriften des Kapitalanlagerechts (hierzulande im KAGB umgesetzt) sowie die noch recht jungen Transparenzvorgaben der ARRL II für Vermögensverwalter (national umgesetzt in §§ 134a ff. AktG) auf dem Programm.

Mit Blick auf die anstehende Reformdiskussion lassen sich wiederum drei übergreifende Beobachtungen festmachen. Erstens differenzieren weder die US-amerikanischen noch die deutschen und europäischen Vorgaben grundlegend zwischen aktiver und passiver Verwaltung. Soweit es um allgemeine Defizite dieser rechtlichen Rahmenbedingungen geht, entfaltet

die rechtspolitische Diskussion der Untersuchung daher auch über den engen Bereich der passiven Kapitalanlage hinaus Bedeutung. Es ergäbe wenig Sinn, die Reformdiskussion hier künstlich auf ein Sonderregime speziell für die passive Verwaltung zu beschränken, nur weil es der Bedeutungsgewinn gerade dieser Form der Kapitalanlage war, der die Untersuchung im Ausgangspunkt motivierte. Zweitens zeigt sich, dass sowohl im US-amerikanischen als auch im deutschen und europäischen Recht bislang vor allem zwei Instrumente zum Einsatz kommen. Das erste Instrument sind Transparenzpflichten zur Offenlegung des Mitwirkungsverhaltens der Intermediäre in ihren Portfoliogesellschaften. Das zweite Instrument sind Interessenwahrungspflichten, die eine Ausrichtung des Mitwirkungsverhaltens an den Interessen der Endanleger sicherstellen sollen. Drittens fallen die US-amerikanischen Vorgaben in den einschlägigen Bereichen an zahlreichen Stellen deutlich konkreter aus als die Vorgaben des deutschen und europäischen Rechts. Dies zeigt sich etwa in dem hohen Standardisierungsgrad der Transparenz des Stimmrechtsverhaltens von US-Publikumsfonds. Ferner spielt die Rolle der Vermögensverwalter in der Corporate Governance in der Aufsichtspraxis der zuständigen Behörden in den USA eine deutlich größere Rolle als hierzulande. Für die §§ 134a ff. AktG fehlt es praktisch vollständig an einem Durchsetzungskonzept.

§ 5 schließlich führt die Ergebnisse der rechtstechnischen Bestandsaufnahme aus § 4 mit den rechtstatsächlichen und rechtsökonomischen Vorarbeiten aus §§ 2 und 3 in einer rechtspolitischen Würdigung zusammen. Die rechtspolitische Diskussion ist dabei in drei Blöcke unterteilt: Zunächst wird erstens die Bedeutung von Transparenzpflichten und ihrer konkreten Ausgestaltung betrachtet, ehe zweitens die Rolle aufsichtsrechtlicher Interessenwahrungspflichten in den Blick genommen wird. Reformempfehlungen ergeben sich dabei jeweils zwanglos aus einer Analyse der Defizite der gegenwärtigen rechtlichen Rahmenbedingungen. Zum Abschluss fragt die Untersuchung nach dem Sinn und Unsinn weitergehender Eingriffe, wie sie insbesondere im US-amerikanischen Schrifttum erwogen wurden.

Für die Transparenzpflichten wird zunächst herausgearbeitet, worin genau deren ökonomische Funktion besteht. Transparenz kann zur Bewältigung der in § 3 ausgemachten Anreizprobleme von vornherein nur einen ergänzenden Beitrag leisten, insbesondere im Bereich der passiven Verwaltung. Gleichwohl sollte der Nutzen von Transparenzvorschriften auch nicht unterschätzt werden, namentlich mit Blick auf etwaige nicht-finanzielle Präferenzen der Endanleger und die positiven externen Effekte, die eine erhöhte Transparenz des Mitwirkungsverhaltens von Intermediären

für andere Stakeholder mit sich bringt. Die Bemühungen des europäischen Gesetzgebers, mit der ARRL II die Transparenz des Mitwirkungsverhaltens von Intermediären einschließlich passiver Verwalter zu stärken, gingen unter diesem Blickwinkel durchaus in die richtige Richtung. Nicht zuletzt der Rechtsvergleich mit den USA zeigt jedoch, dass die konkrete Umsetzung dieses Regelungsanliegens an gravierenden Defiziten leidet. Dies liegt vor allem daran, dass der europäische Gesetzgeber und ihm folgend der deutsche Umsetzungsgesetzgeber zwei zentrale ökonomische Funktionen hoheitlicher Transparenzvorschriften, nämlich die Bereitstellung der öffentlichen Güter der Standardisierung und der Rechtsdurchsetzung, praktisch vollständig ignoriert haben. Unter diesen Vorzeichen können die §§ 134a ff. AktG bzw. die zugrundeliegenden Richtlinienvorschriften kaum irgendeinen Informationsmehrwert schaffen, weder für die Endanleger noch für andere Stakeholder. Um diesen Problemen abzuhelpfen, sollte den Vermögensverwaltern im Rahmen der Revision der ARRL II für Zwecke der Transparenz des Mitwirkungsverhaltens die verpflichtende Nutzung einheitlicher, idealerweise maschinenlesbarer Formulare vorgeschrieben werden. Zudem sollte die Konkretisierung und Durchsetzung der einschlägigen Vorgaben unmissverständlich dem europäischen Finanzaufsichtssystem anvertraut werden.

Gerade weil fehlende Transparenz nur ein Teil des Problems ist, sollte die Bedeutung der materiellen Interessenwahrungspflichten der Vermögensverwalter nicht unterschätzt werden. Die Existenz abstrakt formulierter Interessenwahrungspflichten dürfte allerdings für sich genommen keinen erheblichen Mehrwert schaffen: Vielmehr kommt es wiederum auf die Konkretisierung und Durchsetzung in der Praxis an. Im Vergleich zu den USA besteht hier im deutschen und europäischen Raum wiederum ein erstaunliches Gefälle im Konkretisierungsgrad der einschlägigen aufsichtsrechtlichen Vorgaben. *De lege ferenda* sollte der europäische Gesetzgeber den Fokus nicht allein auf Transparenzmaßnahmen legen – wie im Rahmen der ARRL II geschehen –, sondern durch entsprechende Klarstellungen und Aufträge an die Aufsichtsbehörden auch die Bedeutung der Interessenwahrungspflichten hervorheben.

Abschließend wirft die Untersuchung einen Blick auf über Transparenz und Interessenwahrungspflichten hinausgehende Maßnahmen, wie sie insbesondere im US-Schrifttum von manchen erwogen werden. Hierzu gehören namentlich Stimmrechtsbeschränkungen für passive Vermögensverwalter, Maßnahmen zur Stärkung ihrer eigenen Anreize zur Mitwirkung in der Corporate Governance sowie strenge Beteiligungsobergrenzen. Im Lichte der Ergebnisse aus § 3 scheint für viele der vorgeschlagenen Maß-

nahmen schon im Ausgangspunkt zweifelhaft, wie sie überhaupt einen Beitrag zur Lösung der Anreizprobleme in der passiven Verwaltung einschließlich ihrer möglichen Auswirkungen auf den Produktmarktwettbewerb leisten könnten. Dies gilt insbesondere für die zur Bewältigung der Common Ownership-Problematik vorgeschlagenen Beteiligungsbeschränkungen für passive Vermögensverwalter und andere diversifizierte Investoren. Freilich sind die Ausführungen in diesem letzten Abschnitt für den deutschen und europäischen Diskurs überwiegend von akademischem Interesse: Angesichts der erheblichen Unterschiede in der rechtstatsächlichen Bedeutung der passiven Vermögensverwalter in den Beteiligungsstrukturen scheinen radikale Eingriffe hierzulande bislang von vornherein nicht geboten. Der Gesetzgeber sollte sich vielmehr auf inkrementelle Verbesserungen, d.h. eine Nachschärfung der bereits bestehenden Regelungsinstrumente entlang der soeben skizzierten Linien beschränken.