

Sebastian Steuer

Passive Investoren

Indexbasierte Vermögensverwaltung und die
Corporate Governance der Publikumsgesellschaft



Nomos

Gesamtes Recht der Unternehmen und Finanzen

Herausgegeben von

Prof. Dr. Roland Broemel

Prof. Dr. Georg Hermes

Prof. Dr. Matthias Jahn

Prof. Dr. Katja Langenbucher

Begründet von Prof. Dr. Brigitte Haar

Band 1–4 erschienen in

„Recht der Unternehmen und Finanzen“

Band 10

Sebastian Steuer

Passive Investoren

Indexbasierte Vermögensverwaltung und die
Corporate Governance der Publikumsgesellschaft



Nomos

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zagl.: Frankfurt am Main, Univ., Diss., 2022

1. Auflage 2022

© Sebastian Steuer

Publiziert von
Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG
Waldseestraße 3–5 | 76530 Baden-Baden
www.nomos.de

Gesamtherstellung:
Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG
Waldseestraße 3–5 | 76530 Baden-Baden

ISBN (Print): 978-3-7560-0038-8

ISBN (ePDF): 978-3-7489-3617-6

DOI: <https://doi.org/10.5771/9783748936176>



Onlineversion
Nomos eLibrary



Dieses Werk ist lizenziert unter einer Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz.

Dem Andenken an Benjamin

Vorwort

Der vorliegenden Publikation liegt meine gleichnamige Dissertation zugrunde, die der Fachbereich Rechtswissenschaft der Goethe-Universität im Sommersemester 2022 angenommen hat. Jenseits der im Fußnotenapparat angegebenen Quellen hat sie erheblich von kleineren und größeren Hilfestellungen verschiedener Personen und Institutionen profitiert.

Dass das Thema überhaupt auf mein Radar gerückt ist, habe ich letztlich meinem Referendarausbilder bei der BaFin, Daniel David, zu verdanken: Im Juni 2018 nahm er mich mit zur jährlichen Konferenz des Deutschen Investor Relations Verbandes (DIRK), wo ich mehr oder weniger zufällig einen einschlägigen Praktikervortrag hörte. Der Gedanke, das Thema als Promotionsprojekt zu verfolgen, reifte vor allem während meines Master-Studiums an der Harvard Law School im Studienjahr 2019/2020. Den größten Anteil hieran hat Alex Platt, der im Spring Term eine Lesegruppe zum Thema „Index Funds and the Concentration of Corporate Ownership“ anbot. Die dortigen Diskussionen haben mir sehr bei der Konkretisierung der Fragestellungen für die vorliegende Arbeit geholfen. Großer Dank für die Unterstützung des gesamten Forschungsprojekts gilt ferner dem Leibniz-Institut für Finanzmarktforschung SAFE. Der Großteil der Arbeit ist während meiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter dort entstanden. Es ist deutlich leichter, ein interdisziplinäres Projekt zu stemmen, wenn man in regelmäßigem Austausch mit Kolleginnen und Kollegen des anderen Fachs steht.

Mein geschätzter Doktorvater, Tobias Tröger, stand von Anfang an sowohl thematisch als auch methodisch voll hinter dem Vorhaben und mir stets mit Rat und Tat beiseite. Alexander Morell habe ich leider erst kennengelernt, als sich die Arbeit schon auf der Zielgeraden befand. Umso mehr hat es mich gefreut, dass er bereitwillig das Zweitgutachten übernommen hat und mir seitdem auch darüber hinaus stets als Ansprechpartner zur Verfügung gestanden hat. Im Laufe der Arbeit an dem Projekt habe ich daneben viel Inspiration aus Gesprächen mit Benjamin Braun, Florian Ederer, Jan Krahn, Nicoletta Rosati und Wolf-Georg Ringe sowie aus einer Sitzung des LSE-UCL Law & Finance-Seminars vom 16. Februar 2021 (zum Papier von Miguel Antón u.a.) gezogen. Hilfreich waren ferner kleinere E-Mail-Kontakte mit Gaizka Ormazabal, Alex Platt, Martin Schmalz und John Weche sowie der gelegentliche Austausch mit meinen

Vorwort

Kollegen Jannes Drechsler, Julian Greth, Alperen Gözlügöl und Paul Harenberg, Katharina Becker, Julia Breucker und Jan Müller haben jeweils Teile des Manuskripts kritisch durchgesehen. Meine Eltern, Angelika und Norbert Steuer, haben mich beim Korrekturlesen unterstützt. Ihnen allen sei an dieser Stelle noch einmal von Herzen gedankt.

Ungleich größeren Dank verdienen Katharina Becker und meine Eltern freilich für ihre andauernde und unbedingte Unterstützung jenseits des konkreten Projekts. Gemeinsam mit Claudia Gehe-Becker, Stephan Becker und anderen haben sie dafür gesorgt, dass die Promotionszeit trotz der Einschränkungen durch die Pandemie auch abseits des Schreibtischs eine schöne und erfüllende Zeit war, an die ich mich gerne zurückerinnern werde!

Frankfurt am Main im August 2022

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	17
§ 1 Einleitung	21
A. Motivation	21
B. Erkenntnisinteressen	24
C. Gang der Untersuchung	28
§ 2 Tatsächliche Beteiligungsstrukturen	36
A. Transparenz institutioneller Beteiligungen	38
I. Portfoliotransparenz bei Publikumsfonds	39
II. Universelle Meldepflichten für größere Beteiligungen	41
III. (In-)Transparenz anderer institutioneller Portfolios	45
1. USA: 13F-Transparenz	45
2. Deutschland und EU	47
B. Sekundärquellen	51
I. FactSet-Datenbank	52
II. Beteiligungsdaten	54
C. Beteiligungsstrukturen im deutschen Aktienmarkt	58
I. Allgemeines zu den Beteiligungsstrukturen	58
1. Verhältnis von größeren und kleineren Beteiligungen	58
2. Beteiligungen nach Diversifikationsgrad	63
3. Beteiligungsverhältnisse nach Herkunft	68
II. (Passive) Vermögensverwalter	70
1. Rechtstatsächliche Bedeutung von Vermögensverwalter-Beteiligungen	71
2. Vermögensverwalter nach Herkunft	74
3. Indexfonds	77
4. Die „Großen ...“	90
III. Gewinngewichtsanalyse	93
1. Kappa-Modell	95
2. Gewinngewichte im deutschen Aktienmarkt	101
D. Internationaler Vergleich	108

E. Zusammenfassung zu § 2	115
§ 3 Ökonomische Perspektiven	118
A. Grundlagen	120
I. Die Rolle der Aktionäre in der Corporate Governance	121
1. Das Prinzipal-Agent-Problem	121
2. Einflussmöglichkeiten der Aktionäre	124
3. Voice und Exit	127
4. Koordinationsproblem und rationale Apathie	129
II. Zur Bedeutung der Aktionärsbeteiligung im deutschen System	132
1. Dualistisches System	132
2. Beteiligungsstrukturen	135
III. Vermögensverwaltung und Stewardship	139
B. Stewardship-Theorie der passiven Vermögensverwaltung	141
I. Ein simples Agenturmodell der Stewardship-Anreize	142
1. Annahmen	143
2. Analyse	145
3. Bedeutung der Gebührenhöhe	149
4. Bedeutung der Beteiligungshöhen	151
II. AuM-basierte Anreize	154
1. Relative Performance	154
2. Vertragliche Regelung	159
3. Reputation	160
III. Zielfunktion des Verwalters	162
1. Portfolioperspektive	163
2. Geschäftsbeziehungen	168
3. Eigengewinnmaximierung	171
a) Verwalterseitige Agenturkonflikte	171
b) Das genossenschaftliche Modell der Vanguard-Gruppe	172
c) Gesetzliche Interessenbindung	174
IV. Verhältnis zu anderen Governance-Mechanismen	175
1. Stimmrechtsberatung	175
2. Hedgefonds-Aktivismus	178
3. Exit-Governance im Allgemeinen	182
4. Markt für Unternehmenskontrolle	185
C. Empirische Studienlage	188
I. USA-Fokus	189

II. Stimmrechtsausübung	191
1. „Ob“ der Stimmrechtsausübung	191
2. „Wie“ der Stimmrechtsausübung	192
III. Engagements	199
IV. Russell-Studien	203
1. Das grundlegende Endogenitätsproblem	203
2. Das Russell-Setting	205
3. „Passive investors, not passive owners“?	209
4. Weitere Nicht-Wechsler-Studien	213
5. Wechsler-Studien	215
6. Russell-Studien: Fazit	218
D. Passive Vermögensverwalter und die antikompetitiven Effekte von Common Ownership	219
I. Common Ownership als strukturelles Problem	220
II. Warum Kappa-Zielfunktion?	223
III. Das Modell von Antón et al.	225
1. Überblick	226
2. Empirische Untermauerung	228
3. Diskussion	229
E. Zusammenfassung zu § 3	233
§ 4 Rechtliche Rahmenbedingungen	239
A. US-Recht	241
I. Zuständigkeitsbereich der SEC	242
1. Fiduciary duties unter dem ICA und dem IAA	242
2. Proxy Voting Rules	246
3. Die 13D/13G-Problematik	250
II. Zuständigkeitsbereich des DOL: Interessenwahrungspflichten unter dem ERISA	252
B. Deutsches und europäisches Recht	259
I. Kapitalanlagerecht	259
1. OGAW- und AIFM-Richtlinie	259
2. KAGB	261
II. Aktienrechtliche Stewardship-Transparenz	269
1. Europäischer Hintergrund	269
2. Anwendungsbereich (§ 134a AktG)	271
3. Stewardship-Transparenz (§ 134b AktG)	274

4. Verhältnis von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern (§ 134c AktG)	276
5. Hoheitliche Durchsetzung	277
III. Sonstiges Aufsichtsrecht, insbesondere Art. 52 IFR	284
C. Zusammenfassung zu § 4	287
§ 5 Rechtspolitische Würdigung	290
A. Transparenzregeln	292
I. Zur ökonomischen Motivation von Stewardship-Transparenz	292
1. Grenzen des Marktmechanismus	293
2. Warum hoheitliche Transparenzvorschriften?	295
3. Positive externe Effekte von Transparenzvorschriften	300
II. Praktische Ausgestaltung am Beispiel der Abstimmungstransparenz	305
1. Berichtsformat	305
2. Inhalt der Berichterstattung	311
3. Rechtsdurchsetzung	315
4. Internationaler Anwendungsbereich	318
III. Weitere Offenlegungsthemen	321
IV. Rechtspolitische Implikationen	324
B. Allgemeine Interessenwahrungspflichten	325
I. Konkretisierungsbedürftigkeit und Rechtsdurchsetzung	325
II. Rechtspolitische Implikationen	328
C. Weitergehende Maßnahmen	330
I. Stimmrechtsbeschränkungen	330
II. Einflussnahme auf die Stewardship-Anreize	332
III. Beteiligungsobergrenzen	334
IV. Rechtspolitische Implikationen	339
D. Zusammenfassung zu § 5	340
§ 6 Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	344
Literaturverzeichnis	349

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1. Aktionärsstrukturen nach % SAK (2020, konsolidierte Investorenebene)	60
Abbildung 2. Aktionärsstrukturen nach Marktwerten (2020, konsolidierte Investorenebene)	62
Abbildung 3. Investoren nach Zahl der Beteiligungen und Median der Beteiligungshöhen (2020, konsolidierte Investorendaten)	64
Abbildung 4. Beteiligungen des „institutionellen Blocks“ nach Diversifikationsgrad (2020, konsolidierte Investorenebene)	66
Abbildung 5. Mittlere Beteiligungen des „institutionellen Blocks“ nach Diversifikationsgrad im Zeitverlauf (2005–2020, konsolidierte Investorenebene)	67
Abbildung 6. Beteiligungen nach Herkunft des Investors (2020, nicht konsolidierte Investorenebene)	69
Abbildung 7. Mittlere Beteiligungen nach Herkunft des Investors im Zeitverlauf (2005–2020, nicht konsolidierte Investorenebene)	70
Abbildung 8. Beteiligungen nach Investor-Typ (2020, nicht konsolidierte Investorenebene)	72
Abbildung 9. Mittlere Beteiligungen nach Investor-Typ im Zeitverlauf (2005–2020, nicht konsolidierte Investorenebene)	74
Abbildung 10. Beteiligungen der Vermögensverwalter nach Herkunft (2020, nicht konsolidierte Investorenebene)	76

Abbildung 11. Mittlere Beteiligungen der Vermögensverwalter nach Herkunft im Zeitverlauf (2005–2020, nicht konsolidierte Investorendaten)	77
Abbildung 12. Beteiligungen nach Fondskategorie (2020, Daten auf Fondsebene)	80
Abbildung 13. Mittlere Beteiligungen nach Fondskategorie im Zeitverlauf (2005–2020, Daten auf Fondsebene)	83
Abbildung 14. Indexfonds-Beteiligungen nach Herkunft (2020, Daten auf Fondsebene)	84
Abbildung 15. Mittlere Indexfonds-Beteiligungen nach Herkunft im Zeitverlauf (2005–2020, Daten auf Fondsebene)	85
Abbildung 16. Indexfonds-Beteiligungen nach Zahl der Beteiligungen und Median der Beteiligungshöhen (2020, Daten auf Fondsebene (Panel A) und konsolidierter Fondsebene (Panel B))	87
Abbildung 17. Mittlere Beteiligungen von BlackRock-, Vanguard- und anderen Indexfonds im Zeitverlauf (2005–2020, Daten auf Fondsebene)	89
Abbildung 18. Verteilung der Gewinngewichte innerhalb der Indizes (2020, konsolidierte Investorenebene)	102
Abbildung 19. Mittlere Gewinngewichte im Zeitverlauf (2005–2020, konsolidierte Investorenebene)	103
Abbildung 20. Mittlere Cosinus-Ähnlichkeiten und relative Investorkonzentrationen im Zeitverlauf (2005–2020, konsolidierte Investorenebene)	105
Abbildung 21. Illustration zur Änderung der Cosinus-Ähnlichkeiten	106
Abbildung 22. DAX-Gewinngewichte mit und ohne Indexfonds-Beteiligungen (2005–2020, konsolidierte Investorenebene)	108

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1.	Übersicht zum Beteiligungsdatensatz	57
Tabelle 2.	Übersicht zur Bedeutung ausgewählter Investoren	92
Tabelle 3.	Beispiel zu Gewinngewichten, Cosinus-Ähnlichkeiten und relativen IHHIs	100
Tabelle 4.	Ausgewählte Metriken im internationalen Vergleich	113

Abkürzungsverzeichnis

AIF	Alternativer Investmentfonds
AktG	Aktiengesetz
AReG	Abschlussprüferreformgesetz
ARRL	Aktionärsrechterichtlinie
ARRL II	Aktionärsrechterichtlinie-Änderungsrichtlinie
ARUG II	Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie
AuM	Assets under Management
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BayZustV	Bayerische Zuständigkeitsverordnung
BfJ	Bundesamt für Justiz
BfjG	Gesetz über die Errichtung des Bundesamts für Justiz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMJ	Bundesministerium der Justiz
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management
C.F.R.	Code of Federal Regulations
CEO	Chief Executive Officer
CESR	Committee of European Securities Regulators
CFTC	Commodities Futures Trading Commission
CLS Blue Sky Blog	Columbia Law School Blue Sky Blog
CRD	Kapitaladäquanz-Richtlinie (Capital Requirements Directive)
CRR	Kapitaladäquanz-Verordnung (Capital Requirements Regulation)
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DOL	Department of Labor
EBA	European Banking Authority
EbAV	Einrichtung der betrieblichen Altersvorsorge
EDGAR	Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ERISA	Employee Retirement Income Safety Act

Abkürzungsverzeichnis

ESAP	European Single Access Point
ESAs	European Supervisory Authorities (= ESMA, EBA und EIOPA)
ESEF	European Single Electronic Format
ESG	Environmental, Social, Governance
ESMA	European Securities and Markets Authority
EStG	Einkommensteuergesetz
ETF	Exchange-Traded Fund
F.R.	Federal Register
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
FISG	Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz
FRC	Financial Reporting Council
GG	Grundgesetz
HGB	Handelsgesetzbuch
HHI	Herfindahl-Hirschman-Index
HLS CorpGov Forum	Harvard Law School Forum on Corporate Governance
HP	Hewlett Packard
IAA	Investment Advisers Act
IAS	International Accounting Standard
ICA	Investment Company Act
IFD	Wertpapierfirmen-Richtlinie (Investment Firms Directive)
IFR	Wertpapierfirmen-Verordnung (Investment Firms Regulation)
IFRS	International Financial Reporting Standard(s)
IHHI	Investor-Herfindahl-Hirschman-Index
InvG	Investmentgesetz
InvStG	Investmentsteuergesetz
ISIN	International Securities Identification Number
ISS	Institutional Shareholder Services
ITS	Technischer Durchführungsstandard
JRC	Joint Research Center
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KAVerOV	Kapitalanlage-Verhaltens- und Organisationsverordnung
KWG	Kreditwesengesetz
MAR	Marktmissbrauchsverordnung (Market Abuse Regulation)

MHHI	Modifizierter Herfindahl-Hirschman-Index
MiFID II	Zweite Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive)
MiFIR	Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Regulation)
NBIM	Norges Bank Investment Management
OBLB	Oxford Business Law Blog
OGAW (= UCITS)	Organismus zur gemeinsamen Anlage in Wertpapieren
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
Q&A	Questions and Answers
RTS	Technischer Regulierungsstandard
SAK	Stammaktienkapital
SEC	United States Securities and Exchange Commission
SFDR	Sustainable Finance Disclosure Regulation
SHS	Securities Holdings Statistics
SSGA	State Street Global Advisors
SSRN	Social Science Research Network
TransPuG	Transparenz- und Publizitätsgesetz
TranspRLDV	Transparenzrichtlinie-Durchführungsverordnung
U.S.C.	United States Code
UCITS (= OGAW)	Undertaking for the collective investment in securities
UK	Vereinigtes Königreich (United Kingdom)
UmwG	Umwandlungsgesetz
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
WpAV	Wertpapierhandelsanzeigerverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpIG	Wertpapierinstitutsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
XBRL	eXtensible Business Reporting Language
XML	Extensible Markup Language

§ 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 rechtstatsächlichen 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 antikompensativen 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 industriökonomischen 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 cursorischen 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.

§ 2 Tatsächliche Beteiligungsstrukturen

Rechtspolitische Diskussionen über den Umgang mit bestimmten Arten von Investoren sollten auf einem ausreichend tiefgehenden Verständnis der vorherrschenden Beteiligungsstrukturen und ihrer Dynamik im Zeitverlauf gründen. Dies gilt insbesondere, soweit diese Diskussionen durch Entwicklungen in anderen Teilen der Welt inspiriert sind: Die Beobachtung, dass die Big Three in den USA beachtlich hohe Beteiligungen an den Emittenten des S&P 500 halten und daher im US-Schrifttum gewisse Reformen diskutiert werden, begründet für sich genommen schwerlich einen Handlungsbedarf für den deutschen oder europäischen Gesetzgeber. Das vorliegende Kapitel will daher zunächst eine Reihe wichtiger rechtstat-sächlicher Vorfragen beantworten: Inwieweit sind passiv verwaltete Betei-ligungen auch im deutschen Aktienmarkt verbreitet? Welche Bedeutung kommt diesen Beteiligungen im Vergleich zu anderen institutionellen Be-teiligungen zu? Wie umfangreich sind die indirekten Horizontalverflech-tungen (Common Ownership) zwischen den verschiedenen Emittenten? Wie haben sich die Beteiligungsstrukturen unter diesen Blickwinkeln in den vergangenen Jahren entwickelt? Und nicht zuletzt: Wie stark unter-scheiden sich entsprechende Statistiken für den deutschen Markt von den- nen für den europäischen Raum und die USA?

Zur Klärung von Fragen dieser Art bedient sich das jüngere rechtswis-senschaftliche Schrifttum meist einer Kombination aus eigenen Beobach-tungen auf Basis von Stimmrechtsmitteilungen nach §§ 33 ff. WpHG³⁵ und Bezugnahmen auf die Bemühungen von dritter Seite, wie etwa der jährli-chen Auswertung „Who owns the German DAX?“, die der Deutsche Inves-tor Relations Verband (DIRK) in Kooperation mit einem Datendienstleis-ter herausgibt.³⁶ Der mit dieser Herangehensweise erzielbare Erkenntnis-gewinn ist allerdings in mehrfacher Hinsicht begrenzt: Stimmrechtsmittei-lungen lassen sich zwar kostenlos und bequem einsehen, versprechen aber allein Einsichten über vergleichsweise große Beteiligungen. Die allermei-ten institutionellen Beteiligungen erreichen hingegen gar nicht erst die

35 Etwa *Klöhn*, ZHR 185 (2021), 183, 221 ff.

36 Für das letzte Untersuchungs-jahr der vorliegenden Untersuchung DIRK/IHS Markt, *Who owns the German DAX?* (2021); ähnlich die Auswertung von EY, *Wem gehört der DAX?* (2019).

wertpapierhandelsrechtlichen Meldeschwellen. Die Analysen von dritter Seite wiederum sind im Einzelnen oft nicht an den Erkenntnisinteressen der Unternehmensrechtsforschung ausgerichtet.³⁷ Nach umfangreichen Auswertungen, die möglichst alle verfügbaren Beteiligungsinformationen auf möglichst aktuellem Stand für die Gesamtheit des deutschen Marktes, oder zumindest auch den MDAX und den SDAX ausführlich aufbereiten, sucht man vergeblich. Auch für den europäischen Raum und die USA sind aussagekräftige Informationen zu den institutionellen Beteiligungsstrukturen rar gesät, insbesondere jenseits des Large-Cap-Segments.

Angesichts dieser unbefriedigenden Ausgangslage unternimmt es das vorliegende Kapitel, die rechtstatsächlichen Vorfragen auf Basis einer eigenen Auswertung von Beteiligungsdaten zu beantworten. Dabei soll möglichst die gesamte Breite des Marktes betrachtet werden. Zudem sollen nicht nur die relativ wenigen, großen Beteiligungen oberhalb der Meldeschwellen ergründet werden, sondern – im Rahmen der verfügbaren Daten – auch die Beteiligungsstrukturen in ihrer Tiefe. Eine eigene Auswertung bietet nicht zuletzt den Vorteil, dass die rechtstatsächlichen Erkenntnisgewinne nicht auf diejenigen Fragen begrenzt sind, die die Autoren anderer Veröffentlichungen für interessant und wichtig hielten: Vielmehr können die Analysen an den übergreifenden Erkenntnisinteressen der vorliegenden Untersuchung ausgerichtet werden. Ein weiterer Vorteil der eigenen Auswertung liegt darin, dass sie einen passgenauen internationalen Vergleich der Beteiligungsstrukturen ermöglicht: Die für den deutschen Raum ermittelten Statistiken können in gleicher Weise für andere Märkte berechnet werden. Vorbehaltlich etwaiger Unterschiede in der Datenverfügbarkeit entfällt dadurch das Problem, dass Auswertungen unterschiedlicher Autoren für unterschiedliche Märkte oft nicht exakt dieselben Fragestellungen verfolgen und zudem bisweilen unterschiedliche methodische Weichenstellungen vornehmen, die die Vergleichbarkeit der Ergebnisse in Frage stellen könnten.

Das Kapitel ist im Einzelnen wie folgt aufgebaut: Abschnitt A gibt zunächst einen knappen Überblick über relevante Transparenzbestimmungen im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Recht. Diese Vor-

37 Mit vergleichsweise weitem Untersuchungsgegenstand (HDAX und SDAX), aber ohne spezielle Auswertungen zu passiven Verwaltern und Common Ownership *Meier/Schüller*, *Corporate Finance* 2021, 289; mit Schwerpunkt Horizontalverflechtungen, aber ohne Berücksichtigung von kleineren Beteiligungen (Grenzwert von 1 %) *Seldeslachts/Newham/Banal-Estanol*, *DIW Economic Bulletin* 2017, 302.

arbeit ist wichtig, um sich Klarheit darüber zu verschaffen, zu welchen Arten von Beteiligungen es überhaupt öffentlich verfügbare Daten gibt und zu welchen nicht. Insoweit gilt es diesseits und jenseits des Atlantiks einen wichtigen Unterschied zu berücksichtigen. Abschnitt B erläutert am Beispiel des Datensatzes für die deutschen Emittenten die der Auswertung zugrundeliegenden Quellen. Abschnitt C präsentiert die Ergebnisse der Auswertung dieses Datensatzes. Dabei werden zunächst einige allgemeine Beobachtungen zu den Beteiligungsstrukturen im deutschen Raum geteilt, ehe der Blick auf die Beteiligungen der Vermögensverwalter und hier insbesondere der passiven Verwalter gerichtet wird. Abschließend wird ein aktueller Analyseansatz aus der industrieökonomischen Forschung, der das Ausmaß von Common Ownership in einer Emittentenpopulation mittels sogenannter Gewinngewichte quantifiziert, vorgestellt und angewandt. Zur besseren Einordnung der empirischen Befunde aus Abschnitt C im internationalen Vergleich stellt Abschnitt D schließlich die wichtigsten Kennzahlen den entsprechenden Werten für den US-amerikanischen und europäischen Markt gegenüber. Abschnitt E fasst die wichtigsten Ergebnisse des Kapitels zusammen.

A. Transparenz institutioneller Beteiligungen

Informationen über die Beteiligungsstrukturen börsennotierter Gesellschaften fallen nicht vom Himmel. Die mit großem Abstand wichtigste und häufig auch die einzige Primärquelle für solche Daten sind Pflichtveröffentlichungen von Investoren oder Emittenten. Beteiligungsdatensätze sind dabei zumeist „Flickenteppiche“: Sie setzen sich aus einer Vielzahl von Datenpunkten zusammen, die aus zahlreichen Offenlegungen verschiedener Akteure abgeleitet werden. Die rechtstatsächlichen Erkenntnismöglichkeiten hängen damit maßgeblich von den einschlägigen Transparenzbestimmungen ab. Zugleich können Beteiligungsdatensätze für unterschiedliche Jurisdiktionen an unterschiedlichen Punkten „blinde Flecken“ aufweisen. Für die sorgfältige Interpretation von Beteiligungsstatistiken ist ein gesundes Verständnis der zugrundeliegenden Transparenzbestimmungen daher unabdingbar.

Die nachfolgenden Unterabschnitte geben einen Überblick über die wesentlichen Offenlegungsmechanismen, aus denen sich das Wissen über die Beteiligungsstrukturen börsennotierter Gesellschaften diesseits und jenseits des Atlantiks speist. Sowohl für EU- als auch für US-Emittenten können Beteiligungsdaten aus den kapitalanlagerechtlichen Offenlegun-

gen von Publikumsfonds (I) und wertpapierhandelsrechtlichen Meldeformularen für größere Beteiligungen (II) gewonnen werden. Darüber hinaus gibt es in den USA mit der sog. 13F-Transparenz einen weiteren und praktisch höchst bedeutsamen Offenlegungskanal für institutionelle Beteiligungen im Allgemeinen, der auf europäischer und deutscher Ebene kein Äquivalent hat (III).

I. Portfoliotransparenz bei Publikumsfonds

Zahlreiche Rechtsordnungen verpflichten Publikumsfonds dazu, in regelmäßigen Abständen ihren gesamten Wertpapierbestand offenzulegen. Diese Portfoliotransparenz dient konzeptionell dem Anlegerschutz. In den meisten Ländern bildet sie aber zugleich die – jedenfalls für Forschungszwecke – praktisch wichtigste Quelle für Daten über die Beteiligungen von Vermögensverwaltern. Die Einzelheiten hängen von den Vorgaben des Kapitalanlagerechts ab, unter welchem der Fonds aufgelegt ist.

In der EU aufgelegte Publikumsfonds sind aufsichtsrechtlich regelmäßig als Organismen zur gemeinsamen Anlage in Wertpapiere (OGAW) nach der OGAW-Richtlinie³⁸ einzuordnen. Nach den einschlägigen unionsrechtlichen Vorgaben müssen die Jahres- und Halbjahresberichte eines OGAW dessen gesamten Wertpapierbestand offenlegen (Art. 69 Abs. 3 und 4 i.V.m. Anhang I B OGAW-Richtlinie). Im deutschen Recht ist diese Portfolioübersicht für den Jahresbericht von Fonds in der Form eines Sondervermögens in § 101 Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 KAGB geregelt. Zahlreiche weitere Vorschriften verweisen hierauf.³⁹ In der Portfolioübersicht sind auch verliehene Wertpapiere auszuweisen, mit besonderem Hinweis auf das Leihgeschäft (§ 10 Abs. 3 KARBV).

In den USA sind Publikumsfonds unter den Verordnungen zum Investment Company Act (ICA) sogar quartalsweise zur Offenlegung ihrer Portfolios verpflichtet. Der „schedule of investments in securities of unaffiliated issuers“ ist in der Regulation S-X geregelt.⁴⁰ Dieser schedule ist für das zweite und vierte Quartal als Teil der halbjährlichen bzw. jährlichen Berichterstattung gegenüber den Anlegern auf dem Form N-CSR zu veröf-

38 Richtlinie 2009/65/EG.

39 § 103 Satz 1 KAGB für den Halbjahresbericht und für die rechtlich selbständigen Investmentvermögen §§ 120 Abs. 2 Satz 2, 122 Abs. 1 Satz 2, 135 Abs. 3 Satz 2 KAGB.

40 17 C.F.R. § 210.12-12.

fentlichen⁴¹ und für das erste und dritte Quartal als Teil der Portfoliobereichterstattung gegenüber der SEC auf dem Form N-PORT.⁴² Das Form N-PORT wurde erst kürzlich im Rahmen einer umfangreichen Reform des Berichtwesens für Investmentfonds eingeführt, zuvor erfolgten die Portfoliomitteilungen für das erste und dritte Quartal auf dem Form N-Q.⁴³

Zur Sicherstellung einer effizienten Preisbildung machen ETFs ihre Portfoliobestände in der Regel sogar auf täglicher Basis transparent.⁴⁴ In der EU ist eine solche tägliche Offenlegung nicht von Rechts wegen vorgeschrieben.⁴⁵ In den USA hängen bestimmte aufsichtsrechtliche Befreiungsvorschriften von ihr ab.⁴⁶

Bei Spezialfonds fällt die Transparenz oft geringer aus. US-amerikanische Hedgefonds etwa unterfallen regelmäßig nicht den Vorschriften des ICA mit seinen umfangreichen Portfoliooffenlegungsvorschriften.⁴⁷ Bei alternativen Investmentfonds (AIF) verlangt das europäische Recht keine Offenlegung der Jahresberichte, sondern fordert nur, dass diese den Anlegern „auf Anfrage vorgelegt“ werden (Art. 22 Abs. 1 Satz 2 AIFM-Richtlinie⁴⁸).⁴⁹ Auch muss der Jahresbericht nach der AIFM-Richtlinie nicht den gesamten Wertpapierbestand auflisten. Die nationale Umsetzung kann jedoch über diese Vorgaben hinausgehen.⁵⁰

41 17 C.F.R. § 249.331; CSR steht hier für „certified shareholder report“.

42 17 C.F.R. § 274.150.

43 Zu den Hintergründen SEC, Investment Company Reporting Modernization (Final rule), Release Nos. 33-10231, 34-79095, IC-32314 (2016), 81 F.R. 81870, 81875, 81906 und passim.

44 Vgl. *Lettau/Madhavan*, J. Econ. Persp. 32 (2018), 135, 140.

45 Vgl. ESMA, Leitlinien zu börsengehandelten Index-Fonds (Exchange-Traded Funds, ETF) und anderen OGAW-Themen, ESMA/2014/937, Tz. 17.

46 17 C.F.R. § 270.6c-11(b)-(c)(1)(i); *Roiter*, in: Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds (2018), S. 256.

47 Private Fonds mit weniger als 100 Anlegern oder ausschließlich professionellen Anlegern sind vom Anwendungsbereich des ICA ausgenommen, 15 U.S.C. § 80a-3(c)(1) und (7). Das durch den Dodd Frank-Act eingeführte Berichtsformular Form PF für Verwalter privater Fonds wird nicht veröffentlicht, vgl. CFTC/SEC, Reporting by Investment Advisers to Private Funds and Certain Commodity Pool Operators and Commodity Trading Advisors on Form PF (Joint final rules), Release No. IA-3308 (2011), 76 F.R. 71128, 71155 f.; siehe auch 15 U.S.C. § 80b-4(b)(8).

48 Richtlinie 2011/61/EU.

49 Vgl. *Zetsche/Eckner/Yeboah-Smith*, in: The Alternative Investment Fund Managers Directive (2020), S. 402.

50 In Deutschland findet § 101 Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 KAGB auch auf die Aufstellung der Berichte von AIF Anwendung. Zur Offenlegung regelmäßiger Berichte verpflichtet sind allerdings nur AIF-Publikumssondervermögen (§ 107 Abs. 1 Satz 1

Um die Portfoliotransparenz der Publikumsfonds für die Beteiligungsdatenanalyse fruchtbar zu machen, muss man theoretisch schlicht alle transparenten Beteiligungen aller Fonds aller Vermögensverwalter zusammenzählen. Praktisch ist diese „sum of funds“-Methode allerdings mit erheblichem und jedenfalls für einzelne Forscher prohibitiv hohem Aufwand verbunden. Für eine vollständige Bestandsaufnahme müssten hier Tausende von Berichten aus verschiedenen Ländern, zu verschiedenen Stichtagen, in verschiedenen Formaten und in verschiedenen Sprachen ausgewertet werden. „Sum of funds“-Beteiligungsdaten sind Marktteilnehmern und Forschern daher nur – aber immerhin – über kostenpflichtige professionelle Datenbanken zugänglich.⁵¹

II. Universelle Meldepflichten für größere Beteiligungen

Die unter Juristen wohl bekannteste Primärquelle für Beteiligungsdaten deutscher Emittenten dürften die kapitalmarktrechtlichen Stimmrechtsmitteilungen nach §§ 33 ff. WpHG in Umsetzung der Art. 9 ff. Transparenzrichtlinie⁵² sein. Die durch die Stimmrechtsmitteilungen geschaffene Beteiligungstransparenz ist universell in dem Sinn, dass die Meldepflichten jedermann treffen, unabhängig von Rechtsform, aufsichtsrechtlichem Status und Herkunftsstaat.⁵³ Im außereuropäischen Ausland bestehen oft

Nr. 2 KAGB), AIF in der Form einer InvestmentAG (§ 123 Abs. 1 KAGB i.V.m. §§ 325 ff. HGB) sowie AIF in Form einer geschlossenen Publikumsinvestment-KG (§ 160 Abs. 1 KAGB). Für Spezial-AIF in der Form eines Sondervermögens verbleibt es bei der Vorlagepflicht des § 107 Abs. 5 KAGB (vgl. *Sonderbilanzen/Störk/Dietrich/Malsch*, Abschnitt U Rn. 54, *EDD/Hornschu/Neuf*, § 107 KAGB Rn. 5). Auch für Spezial-AIF in der Form einer InvestmentKG folgt aus dem KAGB nur eine Vorlagepflicht (§§ 137, 160 Abs. 3 KAGB; beachte, dass offene InvestmentKGen stets Spezial-AIF sind, §§ 1 Abs. 6, 91 Abs. 2 KAGB). Die Offenlegungspflicht könnte hier nur unmittelbar aus den allgemeinen Vorschriften der §§ 325 ff. HGB hergeleitet werden (dafür etwa *Sonderbilanzen/Störk/Dietrich/Malsch*, Abschnitt U Rn. 554). Gegen deren Anwendbarkeit spricht allerdings der abschließende Charakter der Verweisung in § 135 Abs. 2 KAGB (vgl. *Baur/Tappen/Jessen*, § 137 KAGB Rn. 1; *EDD/Hornschu/Neuf*, § 135 KAGB Rn. 7 und § 160 KAGB Rn. 1; *FK-KapAnlR/Jesch*, § 137 KAGB Rn. 3; *WBA/Lorenz*, § 137 KAGB Rn. 2).

51 Dazu näher unten § 2 B.I.

52 Richtlinie 2004/109/EG.

53 *ASM/Schneider*, § 33 WpHG Rn. 6; *KMRK/von Hein*, § 33 WpHG Rn. 10, 13; *Habersack/Mülbert/Schlitt/Buckel/Vogel*, § 19 Rn. 548.

ähnliche Meldepflichten, in den USA z.B. nach section 13(d) und 13(g) des Securities Exchange Act, mit einer Meldeschwelle von 5 %.⁵⁴

Informationen über Großbeteiligungen sind über verschiedene Kanäle auch für ein breiteres Publikum zugänglich: Neben der unverzüglichen Veröffentlichung der Stimmrechtsmitteilungen in Gemäßheit des § 16 i.V.m. § 3a WpAV sind Aktiengesellschaften verpflichtet, die Beteiligungsverhältnisse, wie sie sich nach Lage der Stimmrechtsmitteilungen darstellen, auch im Jahresabschluss offenzulegen (§ 160 Abs. 1 Nr. 8 AktG). Ferner unterhält die BaFin eine inoffizielle Stimmrechtsdatenbank, in der sie die ihr übermittelten Stimmrechtsmitteilungen sammelt und in übersichtlicher Form zugänglich macht.⁵⁵ Zudem sind die aktuellen Beteiligungsverhältnisse laut Stimmrechtsmitteilungen häufig auch auf den Internetseiten von Börsenbetreibern öffentlich einsehbar.

Die Bedeutung der Stimmrechtsmitteilungen für umfassende Beteiligungsstrukturanalysen sollte allerdings nicht überschätzt werden. Selbstverständlich sind die Mitteilungen ein wichtiger Input für solche Analysen, namentlich, indem sie Ankerbeteiligungen von Familien, Gründern oder strategischen Investoren sowie Großbeteiligungen von Hedgefonds transparent machen. Zur Wahrheit gehört aber auch, dass institutionelle Beteiligungen häufig gar nicht erst die unterste Meldeschwelle (hierzulande 3 %) erreichen, gerade, wenn es sich um Beteiligungen im Rahmen breit diversifizierender Strategien handelt.⁵⁶ Selbst BlackRock, Inc. hatte Stand 31.12.2020 „nur“ 52 Beteiligungen an deutschen Emittenten gemeldet.⁵⁷ Soweit es um Beteiligungen von Publikumsfonds geht, werden diese früher oder später ohnehin über die Portfolioübersichten bekannt, unabhängig davon, ob sie die Meldeschwellen erreichen oder nicht. Mitunter sind die Portfoliodaten sogar präziser, da sie periodisch aktualisiert werden und nicht nur bei erneuter Schwellenberührung. Zudem stehen nicht hinter allen meldepflichtigen Positionen tatsächlich wirtschaftliche Beteiligungen unter der Kontrolle des Meldepflichtigen. Gerade bei der Interpretation der Positionen, die von Investmentbanken mitgeteilt werden, ist Vorsicht geboten. Hierbei handelt es sich nicht selten um Neben-

54 15 U.S.C. § 78m(d) und (g); für einen Überblick siehe etwa *Heinrich*, Kapitalmarktrechtliche Transparenzbestimmungen und die Offenlegung von Beteiligungsverhältnissen (2005), S. 233 ff. Zur Unterscheidung zwischen Schedule 13D und 13G noch unten § 4 A.I.3. Zur Bedeutung für die empirische Finanzmarktforschung *Dasgupta/Fos/Sautner*, *Found. Trends Finance* 12 (2021), 276, 338 f.

55 Abrufbar unter <https://portal.mvp.bafin.de/database/AnteileInfo/>.

56 Siehe auch die Analysen unten § 2 C.I.

57 Laut Gesamtexport der BaFin-Stimmrechtsdatenbank zum 31.12.2020.

effekte der Abwicklung komplexer Handelsgeschäfte für Klienten, hinter denen keine wirtschaftliche Beteiligung der Bank steht.⁵⁸ Ferner gilt es zu beachten, dass die Depotstimmrechte der Banken nach überwiegender Auffassung nicht von den Zurechnungsvorschriften des § 34 WpHG erfasst sind.⁵⁹

Mit Blick auf die Beteiligungen von Vermögensverwaltern sind die Stimmrechtsmitteilungen vor allem insoweit interessant, als die Zurechnungsregeln eine Konsolidierung der Beteiligungen von Wertpapierfonds mit etwaigen weitergehenden Beteiligungen erfordern, insbesondere solchen, die Vermögensverwalter im Wege der Finanzportfolioverwaltung⁶⁰ für individuelle Kunden verwalten.⁶¹ Die Beteiligungen von Wertpapierfonds werden in der Regel im Ergebnis (zumindest auch) der Verwaltungsgesellschaft zugerechnet, wobei die Einzelheiten von der rechtlichen Konstruktion des Fonds abhängen.⁶² Ähnliches gilt für Beteiligungen, die im Wege der Finanzportfolioverwaltung verwaltet werden.⁶³ Üblicherweise wird zwischen Vollrechtstreuhand- und Vollmachtsmodellen unterschied-

-
- 58 Illustrativ insoweit der Bericht des 3. Untersuchungsausschusses der 19. Wahlperiode (Wirecard), BT-Drs. 19/30900, S. 694 ff., 1605 f. (Erläuterung der von Goldman Sachs gemeldeten Positionen).
- 59 Vgl. BaFin, Emittentenleitfaden Modul B (Stand 30.10.2018), Abschnitt I.2.5.6.4; RegE Zweites Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 12/6679, S. 54; RegE TransPuG, BT-Drs. 16/2498 S. 35; ASM/Schneider, § 34 WpHG Rn. 113 ff.; Emmrich/Habersack/Schürnbrand/Habersack, § 34 WpHG Rn. 18; Habersack/Mülberr/Schlitt/Buckel/Vogel, § 19 Rn. 99; mit beachtlichen Gründen a.A. etwa Burgard, BB 1995, 2069, 2076 f.; Happ, JZ 1994, 240, 244; Weber, NJW 1994, 2849, 2856. Rechtspolitisch für mehr Transparenz insoweit Schneider/Burgard, DB 1996, 1761, 1765 f.; für Offenlegung wohl auch MüKoAktG/Bayer, § 34 WpHG Rn. 30. Beachte in diesem Zusammenhang auch Fn. 845 und zugehörigen Text.
- 60 Zur Einordnung nach deutschem Aufsichtsrecht siehe §§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7 WpHG, 2 Abs. 2 Nr. 9 WpIG, 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG. Eine weitere aufsichtsrechtliche Kategorie der Vermögensverwaltung ist die Anlageverwaltung i.S.d. § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 11 KWG. Dabei handelt es sich um einen Auffangtatbestand für kollektive Vermögensverwaltungen außerhalb des Anwendungsbereichs des KAGB, vgl. BFS/Schäfer, § 1 KWG Rn. 192 ff.; von Livonius/Bernau, WM 2009, 1216, 1216 f.; BaFin, Merkblatt Anlageverwaltung (Stand 26.7.2013), Abschnitt 3.
- 61 Praktische Bedeutung erlangt dieser Mechanismus im Ergebnis vor allem für die Beteiligungen von BlackRock, Inc., siehe unten § 2 B.I und § 2 C.II.4.
- 62 Für eine umfangreiche Übersicht siehe BaFin, Emittentenleitfaden Modul B (Stand 30.10.2018), Abschnitt I.2.5.12; ferner Dietrich, ZIP 2016, 1612, 1614 ff.; speziell zu US-amerikanischen Fondsstrukturen ASM/Schneider, § 34 WpHG Rn. 108 f.
- 63 Vgl. zum ähnlichen Fall der sog. Private-Label-Fonds Bayer/Hoffmann, AG 2018, R252, R255.

den.⁶⁴ Im ersten Fall sind die Stimmrechte dem Verwalter direkt nach § 33 Abs. 1 Satz 1 WpHG zurechenbar.⁶⁵ Im Fall des Vollmachtmodells dürften die Stimmrechte dem Verwalter regelmäßig nach § 34 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG zuzurechnen sein, falls die Vollmacht auch die Ausübung der Stimmrechte erfasst.⁶⁶

Soweit Stimmrechte aus individueller oder kollektiver Verwaltung einer Tochtergesellschaft zuzurechnen sind, werden sie grundsätzlich auch auf Gruppenebene konsolidiert (§ 34 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1, Satz 2 WpHG). Je nach Organisationsstruktur des Konzerns kann die gruppenweite Zurechnung von Stimmrechten aus Finanzportfolioverwaltung und Fondsverwaltung zwar theoretisch durch Nutzung der in § 35 Abs. 2 bis 5 WpHG geregelten Ausnahmen vermieden werden. Dies setzt aber voraus, dass die jeweiligen Konzerngesellschaften die von ihnen kontrollierten Stimmrechte unabhängig voneinander ausüben.⁶⁷ An dieser Voraussetzung dürfte es in der Praxis häufig fehlen, da die großen Vermögensverwalter die Stimmrechtsausübung meist zentralisiert koordinieren.⁶⁸ Auch rechtstatsächlich lässt sich beobachten, dass Stimmrechtsmitteilungen in der Regel⁶⁹ von der globalen Muttergesellschaft abgegeben werden⁷⁰ und im Fall von Vermögensverwaltern, die zu Bank- oder Versicherungskonzernen gehören, von der entsprechenden Teilkonzernmutter.⁷¹

64 Vgl. BankRHdB/Walz, § 111 Rn. 8 f.; *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung (2005), S. 7 ff., 99; zur Stimmrechtszurechnung bei Trust-Konstruktionen siehe BaFin, Emittentenleitfaden (Stand 30. Oktober 2018), Abschnitt I.2.5.1.4 (Ob und Wie der Zurechnung oft vom Einzelfall abhängig).

65 ASM/Schneider, § 34 WpHG Rn. 56.

66 Vgl. BaFin, Emittentenleitfaden (Stand 30.10.2018), Abschnitt I.2.5.6.3; ASM/Schneider, § 34 WpHG Rn. 106 ff.

67 Konkretisiert durch §§ 2, 8 TranspRLDV, wenn auch die Definition in § 2 Abs. 1 Nr. 2 tautologische Züge aufweist („Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen übt die Stimmrechte [...] unabhängig [...] aus, wenn [es] die Stimmrechte [...] unabhängig [...] ausübt.“).

68 Unten § 3 C.II.2.

69 Zu den Besonderheiten im Fall der Vanguard-Gruppe noch unten § 3 B.III.3.b).

70 Beispiele: BlackRock, Inc., The Capital Group Companies, Inc., Dimensional Holdings Inc., T. Rowe Price Group, Inc., State Street Corporation.

71 Beispiele: DWS Investment GmbH (auch nach dem Spin-Off noch von der Deutschen Bank kontrolliert), Amundi S.A. (gehört zu Crédit Agricole; in Datenbanken mitunter auch unter deren Muttergesellschaft SAS Rue La Bo tie konsolidiert), Allianz Global Investors GmbH (Allianz SE), Union Investment Privatfonds GmbH (DZ Bank-Gruppe), Massachusetts Financial Services Company (Sun Life Financial).

III. (In-)Transparenz anderer institutioneller Portfolios

Die beiden vorigen Unterabschnitte haben mit der Portfoliotransparenz von Publikumsfonds und den Meldepflichten für Großbeteiligungen zwei wichtige Primärquellen für Beteiligungsdaten von EU- und US-Emittenten vorgestellt. Für US-Emittenten gibt es darüber hinaus mit der sog. 13F-Transparenz noch einen weiteren wichtigen Transparenzmechanismus speziell für die Beteiligungen institutioneller Investoren, ohne hohe Meldeschwellen und ohne Rücksicht darauf, ob sie auf die Verwalter von Publikumsfonds entfallen (1). Die 13F-Transparenz hat in der EU weder ein unmittelbares Pendant noch wird sie funktional durch andere Transparenzmechanismen substituiert (2).

1. USA: 13F-Transparenz

Die Bezeichnung „13F-Transparenz“ geht auf die bundesrechtliche Vorschrift zurück, in der die zugrundeliegende Offenlegungspflicht geregelt ist, nämlich section 13(f) des Securities Exchange Act.⁷² Diese Vorschrift wurde bereits 1975 erlassen, und zwar mit dem schlichten Ziel, die Datenglage über die zunehmende praktische Bedeutung institutioneller Investoren zu verbessern.⁷³ Sie gilt bis heute unabhängig vom Sitz⁷⁴ für alle „institutional investment managers“, die das US-Postsystem oder „any means or instrumentality of interstate commerce“ nutzen und mindestens 100 Mio. USD an hypothetisch meldepflichtigen Instrumenten für eigene Rechnung halten oder für fremde Rechnung verwalten.⁷⁵ Der Begriff „institutional

72 15 U.S.C. § 78m(f).

73 SEC, Filing and Reporting Requirements Relating to Institutional Investment Managers (Final rules), Release No. 34-14852 (1978), 43 F.R. 26700, 26700 f. unter Zitat des Report of the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs (Senate Report No. 75, 94th Cong., 1st Sess. 85 (1975)); siehe auch die Zitate gescheshistorischer Materialien bei Office of the Inspector General, Review of the SEC's section 13(f) Reporting Requirements, Report No. 480 (2010), S. 1; zur Bedeutung von Corporate Governance-Erwägungen im Gesetzgebungsprozess *Platt*, SSRN 3906360 (2021), 22 ff.

74 Vgl. SEC, Frequently Asked Questions about Form 13F (Stand 24.2.2020), Frage 4, <https://www.sec.gov/divisions/investment/13ffaq.htm>; ebenso bereits SEC, Filing and Reporting Requirements Relating to Institutional Investment Managers (Final rules), Release No. 34-14852 (1978), 43 F.R. 26700, 26703 f.; vgl. zum Anwendungsbereich ferner *Lemke/Lins*, Bus. Law. 43 (1987), 93, 102 f.

75 15 U.S.C. § 78m(f)(1).

investment manager“ ist dabei weit und prinzipienartig definiert als „any person, other than a natural person, investing in or buying and selling securities for its own account, and any person exercising investment discretion with respect to the account of any other person.“⁷⁶ Diese Akteure müssen vierteljährlich das Form 13F an die SEC übermitteln und darauf die von ihnen gehaltenen und verwalteten „13(f) securities“ auflisten.⁷⁷ Dazu gehören insbesondere die zum Handel an den US-Börsen zugelassenen Eigenkapitalinstrumente.⁷⁸ Die gemeldeten Informationen werden von der SEC im EDGAR-System veröffentlicht.⁷⁹

Die Bedeutung der 13F-Publizität für die Beteiligungstransparenz in den USA kann kaum überschätzt werden.⁸⁰ Zum 31. Dezember 2018 reichten mehr als 5.000 institutional investment managers das Form 13F ein und meldeten Beteiligungen mit einem Gesamtmarktwert von mehr als 25 Billionen US-Dollar.⁸¹ Über die 13F-Publizität gelangen auch institutionelle Beteiligungen jenseits der Publikumsfonds ans Licht, die unterhalb der US-Meldeschwelle für Blockbeteiligungen (grundsätzlich 5 %)⁸² liegen.

Trotz ihres weiten Anwendungsbereichs und ihrer breitflächigen Abdeckung bereitet allerdings auch die 13F-Transparenz bisweilen Probleme. So sucht man etwa vergeblich nach genauen regelbasierten Vorgaben für die Zurechnung von Wertpapieren zum Portfolio eines Berichtspflichtigen. Die Zurechnung erfolgt vielmehr prinzipienbasiert auf Basis relativ unscharfer Konzepte wie „investment discretion“ und „control“.⁸³ Berichten aus der Praxis zufolge verfolgen Marktteilnehmer hier bisweilen unterschiedliche Übungen.⁸⁴ Eng damit zusammen hängen Doppel- und Mehr-

76 15 U.S.C. § 78m(f)(6).

77 17 C.F.R. § 249.325 – Form 13F; Blankoformular abrufbar unter <https://www.sec.gov/about/forms/form13f.pdf>.

78 Definition der „13(f) securities“ in 17 C.F.R. § 240.13f-1(c) i.V.m. 15 U.S.C. § 78m(d)(1); Definition der dort genannten „equity securities“ in 15 U.S.C. § 78c(a)(11). Gem. 15 U.S.C. § 78m(f)(4) hat die SEC regelmäßig eine Liste aller 13(f) securities zu veröffentlichen, abrufbar unter <https://www.sec.gov/divisions/investment/13flists.htm>.

79 15 U.S.C. § 78m(f)(4); bei Vorliegen von Ausnahmen unter dem Freedom of Information Act kann eine vertrauliche Behandlung der Informationen beantragt werden, siehe auch 17 C.F.R. § 240.24b-2.

80 Siehe zur praktischen Bedeutung der 13F-Transparenz auch noch unten § 5 A.I.3.

81 SEC, Reporting Threshold for Institutional Investment Managers (Proposed rule), Release No. 34-89290 (2020), 85 F.R. 46016, 46020 f.

82 Oben Fn. 54 und unten § 4 A.I.3.

83 17 C.F.R. § 240.13f-1(b); 15 U.S.C. § 78c(a)(35).

84 Vgl. *Novick*, Colum. L. Rev. Forum 120 (2020), 80, 83.

fachzählungsprobleme: Es ist nicht ausgeschlossen, dass ein und dieselbe Beteiligung zweimal oder sogar noch öfter in Einreichungen verschiedener Akteure ausgewiesen wird, gerade wenn komplexe Konzernstrukturen oder längere Intermediationsketten in Rede stehen. Doppelzählungen sind insbesondere dann ein Problem, wenn mehrere Investoren die Kontrolle über dieselben Wertpapiere teilen,⁸⁵ z.B. wenn ein institutioneller Investor Portfoliodienstleistungen für einen anderen erbringt oder wenn ein 13F-Berichtspflichtiger Wertpapiere an einen anderen Berichtspflichtigen verleiht.⁸⁶ Das Doppelzählungsproblem wiegt im Zusammenhang der 13F-Transparenz dabei deutlich schwerer als bei der Mehrfachzurechnung von Stimmrechten für Zwecke der Blockbeteiligungstransparenz, da sie durch Analysten und Datenbankbetreiber ex post kaum jemals identifiziert und gefiltert werden können. Ein weiterer Vorbehalt gegenüber 13F-Daten ist, dass diese nur wenigen hoheitlichen Aufsichts- und Prüfungsmechanismen unterliegen. Im Jahr 2010 wurde die SEC öffentlich dafür kritisiert, dass sie die im Rahmen der 13F-Transparenz offengelegten Informationen nicht systematisch auf ihre Vollständigkeit und Genauigkeit hin überwacht.⁸⁷ Die SEC stellte dem Form 13F daraufhin einen Disclaimer voran mit dem Hinweis, „[t]he reader should not assume that the information is accurate and complete.“⁸⁸

2. Deutschland und EU

Aus deutscher und europäischer Sicht handelt es sich bei den einzelnen Kritikpunkten an der 13F-Transparenz um Luxusprobleme: Hierzulande bleibt die allgemeine institutionelle Beteiligungstransparenz schon dem Grunde nach weit hinter derjenigen in den USA zurück. Jenseits der Publikumsfonds und unterhalb der Meldeschwellen unterliegen institutionelle Beteiligungen an deutschen und europäischen Gesellschaften keinen umfassenden Meldepflichten. Eine der 13F-Transparenz vergleichbare Offenlegungspflicht gibt es nicht. Anders als im Fall der Portfoliotransparenz der

85 SEC, Memorandum re Share Ownership and Holding Period Patterns in 13F data (2009), 3, <https://www.sec.gov/files/s71009-576.pdf>.

86 *Backus/Conlon/Sinkinson*, Economic Studies at Brookings (2019), 10.

87 Office of the Inspector General, Review of the SEC's section 13(f) Reporting Requirements, Report No. 480 (2010), 9 ff.

88 Kritisch *Anderson/Brockman*, SSRN 2809128 (2016), 4f., die ferner bestimmte Unregelmäßigkeiten in den veröffentlichten Formularen größerer Institute dokumentieren (a.a.O. 14 ff.).

Publikumsfonds erzeugt das US-Recht hier auch keine grenzüberschreitenden Informationsexternalitäten für den deutschen Kapitalmarkt.⁸⁹ Unter section 13(f) des Securities Exchange Act müssen Beteiligungen an deutschen und anderen aus US-Sicht ausländischen Gesellschaften nur bei dual listing in den USA gemeldet werden.

Auch über andere Kanäle erreichen institutionelle Beteiligungen an deutschen Gesellschaften nur selten das Licht der Öffentlichkeit. Manche Investoren veröffentlichen ihre Portfolios zwar auf freiwilliger Basis. Prominentestes Beispiel ist der norwegische Staatsfonds, der von einer Abteilung der norwegischen Zentralbank (Norges Bank Investment Management, NBIM) verwaltet wird. Diese Form der Transparenz ist allerdings die Ausnahme, nicht die Regel.

Soweit institutionelle Investoren Bilanzen offenlegen müssen, gehen daraus nur aggregierte Positionen hervor. Selbst die für ihre Komplexität berichtigten IFRS verlangen keine umfangreiche Aufschlüsselung von Eigenkapitaltiteln im Anhang, sondern betonen vielmehr die notwendige Balance zwischen Detailgrad und Wesentlichkeit (vgl. IFRS 7.6 und IFRS 7.B3). Die aufsichtsrechtliche Berichterstattung geht zwar unter Umständen weiter. Europäische Versicherungsunternehmen müssen etwa regelmäßig ihren kompletten Wertpapierbestand an die Aufsicht melden.⁹⁰ Dabei handelt es sich aber um keine Berichtspflicht gegenüber der Öffentlichkeit. Für europäische Kreditinstitute gibt es eine vergleichbare Berichtspflicht nicht einmal gegenüber der Aufsicht. Meldungen bzgl.

89 Größere private US-Pensionspläne sind unter dem Employee Retirement Income Safety Act (ERISA) im Rahmen des Jahresabschlusses ebenfalls zu einer Offenlegung des Portfoliobestands verpflichtet; siehe 29 U.S.C. § 1023(b)(3)(C); 29 C.F.R. §§ 2520.103-10(b)(1), 2520.103-11 (Form 5500 Schedule H Line 4i); *Platt*, SSRN 3906360 (2021), 17. Die Forms 5500 sind öffentlich einsehbar unter <https://www.efast.dol.gov/5500Search/>. Die dadurch erzeugten Informationsexternalitäten sind praktisch allerdings stark begrenzt: Soweit die Planmittel in Fonds oder collective investment trusts verwaltet werden (dazu näher unten § 4 A.II), zeigen die Portfolioveröffentlichungen der Pläne meist nur die Anteile an diesen kollektiven Vehikeln. Auch soweit die ERISA-Jahresabschlüsse Aktien individueller Emittenten ausweisen, sind diese Beteiligungen nicht zwangsläufig in den gängigen Datenbanken berücksichtigt. Dies gilt jedenfalls für die hier verwendete FactSet-Datenbank.

90 Art. 35, 244 Richtlinie 2009/138/EG (Solvency II), Art. 6 Abs. 1 lit. 2, 23 Abs. 1 lit. e (Formulare S. 06.02.01 und S06.02.04) Delegierte Verordnung (EU) 2015/2450 (Solvency II Reporting ITS).

einzelner Wertpapiere sind hier nur für gruppeninterne Verflechtungen vorgesehen.⁹¹

Institutionelle Wertpapierbestände werden zudem teilweise für Zwecke der Securities Holdings Statistics (SHS) an das Eurosystem gemeldet. Die Einzelheiten regelt die SHS-Verordnung.⁹² Stark vereinfacht gesprochen melden bestimmte beaufsichtigte Finanzmarktteilnehmer der Eurozone für jede internationale Wertpapierkennnummer (ISIN) ihre eigenen Bestände und Depotbanken die von ihnen verwahrten Bestände an die nationalen Zentralbanken; diese leiten die Daten dann unter teilweiser Aggregation an die EZB weiter.⁹³ Theoretisch könnten auf Basis der SHS-Daten Analysen zumindest über die Verbreitung, Struktur und geographische Verteilung institutioneller Beteiligungen durchgeführt werden. Die EZB macht die SHS-Daten bislang aber nur in sehr eingeschränktem Umfang und auf hoher Aggregationsstufe in ihrem Data Warehouse zugänglich.⁹⁴ Die öffentlich verfügbaren Zeitreihen sind unter anderem auf die Bestände von Investoren mit Sitz in der Eurozone (und zwar aggregiert über alle Länder) beschränkt und die Wertpapiere sind nach Arten (Schuldtitel, börsennotierte Aktien, Investmentfondsanteile) und Ländern aggregiert.

Theoretisch ließen sich zumindest Beteiligungsdynamiken auch zu einem gewissen Grad aus Handelsdaten von Brokern und Börsenbetreibern ableiten. Die öffentliche Post-Trade-Publizität nach Art. 6, 20 MiFIR⁹⁵ beschränkt sich allerdings auf Daten zu Preis und Volumen. Die wirtschaftliche Partei, für die gehandelt wurde, ist nur in den vertraulichen Mitteilungen gegenüber den Aufsichtsbehörden anzugeben (Art. 26 Abs. 3 Satz 1 MiFIR). Für Zwecke der Transaktionskostenanalyse und -optimierung speisen institutionelle Investoren ihre Handelsdaten zwar mitunter auch in besondere private Datenbanken ein.⁹⁶ Derartige Daten lassen sich in der Forschung allerdings in der Regel nur für speziellere, handelsbezo-

91 Vgl. Formular F40.2 nach Durchführungsverordnung (EU) 451/2021 (CRD Reporting ITS); klarstellend zur Vorgängerfassung auch EBA, Single Rulebook Q&A, QuestionID 2013_93, https://www.eba.europa.eu/single-rule-book-qa/-/qna/view/publicId/2013_93.

92 EZB-Verordnung (EU) 1011/2012.

93 Überblick bei EZB, Economic Bulletin 2/2015, 73 ff.

94 Abrufbar über das Statistical Data Warehouse der EZB, <https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691130>.

95 Verordnung (EU) 600/2014.

96 Zur ANcerno/Abel Noser-Datenbank *Hu/Jo/Wang/Xie*, J. Corp. Fin. 52 (2018), 143.

gene Fragestellungen fruchtbar machen, nicht hingegen als Beteiligungsrohdatenquelle.⁹⁷

Bis zur Einführung des „know-your-shareholder“-Anspruchs durch das ARUG II (§ 67d AktG) hatten deutsche Aktiengesellschaften mitunter auch selbst keine über die öffentlich verfügbaren Quellen hinausgehende Möglichkeit, außerhalb der Hauptversammlung zu erfahren, wer ihre institutionellen Anteilseigner sind.⁹⁸ Dieses Problem traf nicht nur Emittenten von Inhaberaktien, sondern auch Emittenten von Namensaktien mit nur formal vollständigem Aktienregister.⁹⁹ Nach der aktienrechtlichen Regelung steht die Geltendmachung des Anspruchs im Ermessen der Gesellschaft. Nach einer jüngeren Gesetzesänderung im Steuerrecht müssen börsennotierte Gesellschaften allerdings ab 2025 die Identität ihrer Aktionäre jedenfalls einmal jährlich zum Zeitpunkt des Gewinnverteilungsbeschlusses abfragen und die Informationen an den Fiskus übermitteln (§§ 45b Abs. 9, 52 Abs. 44b EStG).¹⁰⁰ Ob die Aktionärsidentifikation auch bei Verwahrungsketten mit drittstaatlichen Intermediären erfolgreich sein wird¹⁰¹ und in welchem Umfang Gesellschaften in der Praxis auch im Eigeninteresse von dem Anspruch Gebrauch machen werden,¹⁰² ist derzeit noch nicht abzusehen. Jedenfalls ist keine Veröffentlichung der Informationen vorgesehen. Vielmehr ergibt sich im Umkehrschluss aus § 67 Abs. 6 AktG, dass selbst Aktionäre gegenüber der Gesellschaft keinen Anspruch auf Aus-

97 Beispielhaft *Gantchev/Jotikasthira*, Management Science 64 (2018), 2930, 2933 (Zusammenhang zwischen institutioneller Handelsaktivität und Hedgefonds-Aktivismus, für Beteiligungsdaten dabei Rückgriff auf 13F-Daten laut Thomson Reuters).

98 Vgl. *Noack*, NZG 2017, 561, 562; *Foerster*, AG 2019, 17, 20; BeckOGKAktG/*Cahn*, § 67d Rn. 3.

99 *Zetzsche*, ZGR 2019, 1, 6 (oft bestünden zwei Drittel des Registerinhalts aus dauerhaften Intermediäreintragen nach § 67 Abs. 4 Satz 5 und Platzhalter-eintragen nach § 67 Abs. 4 Satz 6 AktG); siehe auch *Schütte*, Die Neuregelungen des ARUG II zur Aktionärsidentifikation, Informationsübermittlung und Rechtsausübungs erleichterung (2021), S. 102 ff.

100 Kritisch dazu *Ganzer*, AG 2021, 543, 547; *Stiegler*, AG 2021, R86, R87; skeptisch auch Bundesrat, Empfehlungen der Ausschüsse, BR-Drs. 50/1/21, S. 16 f.

101 *Zetzsche*, ZGR 2019, 1, 11 (ob Anspruch in der Verwahrungskette durchsetzbar ist, kann von Kollisionsrecht des Drittstaats abhängen); mit Zweifeln an der Durchsetzbarkeit in Drittstaaten auch *Noack*, NZG 2017, 561, 563. Die formalen Inhaber laut Verwahrungskette sind zudem nicht zwangsläufig mit den tatsächlich relevanten Entscheidungsträgern identisch, da keine Zurechnungsregeln nach Vorbild des § 34 WpHG bestehen, vgl. *Kuntz*, AG 2020, 18, 34.

102 Skeptisch *Einsle*, JZ 2019, 121, 125; den optionalen Charakter betonend auch RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 66.

kunft über die Identität ihrer Mitaktionäre haben.¹⁰³ Zweck der Regelung ist es allein, der Gesellschaft die Kontaktaufnahme zu ihren Aktionären zu ermöglichen.¹⁰⁴

Für Zwecke der vorliegenden Untersuchung genügt es, die weitgehende Intransparenz kleinerer institutioneller Beteiligungen jenseits der Publikumsfonds festzustellen und diesen Befund bei der Interpretation der empirischen Auswertungen im Hinterkopf zu behalten.¹⁰⁵ Das Reformpotenzial der Beteiligungstransparenz soll daher an dieser Stelle nicht umfassend vertieft werden. Vor dem Hintergrund der vorstehenden Ausführungen scheint aber zumindest diskussionswürdig, ob sich für den deutschen und europäischen Markt *de lege ferenda* die Einführung eines umfassenderen Offenlegungssystems für institutionelle Beteiligungsverhältnisse – namentlich nach Vorbild der US-amerikanischen 13F-Transparenz – empfiehlt.¹⁰⁶

B. Sekundärquellen

Der vorige Abschnitt hat einen Überblick über die Primärquellen gegeben, aus denen sich Beteiligungsinformationen für EU- und US-Emittenten gewinnen lassen. Gerade soweit auch Beteiligungsdaten auf Fondsebene analysiert werden sollen, kann ein Beteiligungsdatensatz nur schwer auf Basis der verfügbaren Primärquellen selbst erhoben werden. Die finanzökonomische Forschung greift daher für institutionelle Beteiligungsinformationen häufig auf spezialisierte Datenbanken als Sekundärquellen zurück. Das mühsame Zusammenweben des „Flickenteppichs“ wird dabei an den

103 Vgl. *Einsele*, JZ 2019, 121, 123.

104 ErwG 4 ARRL II; *Eggers/de Raet*, AG 2017, 464, 470 ff. (dort auch zur unterschiedlichen Zielrichtung gegenüber der Stimmrechtstransparenz nach §§ 33 ff. WpHG); *Stiegler*, WM 2019, 620, 620.

105 In der Literatur werden die Unterschiede nur selten angesprochen, etwa bei *Schmalz*, Antitrust Bulletin 66 (2021), 12, 37 f.; *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht (2020), S. 218. Zur Bedeutung der Beteiligungstransparenz für die Kapitalmarktpraxis noch knapp unten § 5 A.I.3.

106 Rechtsökonomische Untersuchungen zur Beteiligungstransparenz im Aktienmarkt haben sich bislang fast ausschließlich mit den Meldepflichten für Großbeteiligungen befasst; aus der deutschen Literatur etwa *Gumpp*, ZBB 2020, 103; *Brandt*, Beteiligungstransparenz bei Finanzinstrumenten (2020), S. 349 ff.; zur empirischen Kursrelevanz der WpHG-Stimmrechtsmitteilungen *Veil/Ruckes/Limbach/Doumet*, ZGR 2015, 709. Mit ähnlichem Befund zur US-Literatur *Platt*, SSRN 3906360 (2021), 13 mit Fn. 86, einflussreich hier etwa der Beitrag von *Bebchuk/Jackson*, Harv. Bus. L. Rev. 2 (2012), 39.

Datenbankbetreiber ausgelagert. Die vorliegende Untersuchung geht nicht anders vor. Bereits vor der eigentlichen Auswertung sind dabei einige wichtige methodische Entscheidungen zu treffen, namentlich im Rahmen der Auswahl der Datenbank (I) und dem Export und der Aufbereitung der einschlägigen Beteiligungsdaten (II).

I. FactSet-Datenbank

Eine optimale Beteiligungsdatenbank für deutsche Emittenten würde die gesamten weltweit öffentlich verfügbaren Daten aus Portfolioübersichten von Publikumsfonds berücksichtigen, diese korrekt aggregieren und sie mit Beteiligungsdaten aus WpHG-Stimmrechtsmitteilungen und anderweitigen öffentlich einsehbaren Quellen zusammenführen. Nicht zuletzt aufgrund der komplexen und verstreuten Primärquellenlage sollte man aber nicht erwarten, dass Datenbanken die theoretisch verfügbaren Beteiligungsdaten stets vollständig und akkurat wiedergeben. Selbst in den USA, wo die Primärdatensituation aufgrund der 13F-Publizität deutlich günstiger ist, haben Forscher erhebliche Unterschiede zwischen einem gängigen Datenbank-Datensatz und einem von ihnen selbst unter Verwendung der Primärquellen zusammengestellten Datensatz dokumentiert.¹⁰⁷

Zu den gängigsten Beteiligungsdatenbanken, auf die im akademischen Bereich, im öffentlichen Sektor und von Marktteilnehmern zurückgegriffen wird, gehören die Datenbanken Orbis (global) und Amadeus (nur Europa) des Anbieters Bureau van Dijk (Teil der Moody's-Gruppe),¹⁰⁸ die Ownership-Datenbank des Anbieters FactSet (ehemals Lionshares),¹⁰⁹ die

107 *Backus/Conlon/Sinkinson*, AEJ:Micro 13 (2021), 273, Online Appendix B Abschnitt 1; mit Kritik an deren Erhebungsmethode wiederum *Amel-Zadeh/Kasperk/Schmalz*, ECGI Finance Working Paper No 838/2022.

108 Rückgriff auf die Amadeus-Datenbank etwa bei *Faccio/Marchica/Mura*, Rev. Fin. Stud. 24 (2011), 3601, 3607 f.; *Gibbon/Schain*, DICE Discussion Paper No 340 (2021), 8 f.; Verwendung der Orbis-Datenbank etwa bei *Franks/Mayer/Wagner*, J. Appl. Corp. Fin. 27 (2015), 27, 29 ff.; *Aminadav/Papaioannou*, J. Fin. 75 (2020), 1191, 1196; *Fichtner/Heemskerk*, Economy and Society 49 (2020), 493, 501; ferner bei Monopolkommission, Wettbewerb 2018 (2018), Tz. 416 ff. und Monopolkommission, Wettbewerb 2020 (2020), Tz. 216 ff.; Joint Research Center der Europäischen Kommission (JRC), Common shareholding in Europe, EUR 30312 EN (2020), 36 ff. und Annex A.

109 Vgl. *Ferreira/Matos*, J. Fin. Econ. 88 (2008), 499, 502 ff.; *Bena/Ferreira/Matos/Pires*, J. Fin. Econ. 126 (2017), 122, 128; *Azar/Duro/Kadach/Ormazabal*, J. Fin. Econ. 142 (2021), 674, 678; *Ilban/Krueger/Sautner/Starks*, ECGI Finance Working Paper

Datenbank Capital IQ von S&P Global,¹¹⁰ die Refinitiv-Datenbank (Teil der Thomson Reuters-Gruppe)¹¹¹ und die Bloomberg-Datenbank.¹¹²

Auch wenn keine Datenbank „optimal“ im oben beschriebenen Sinn ist, lassen sich mit Blick auf Datenverfügbarkeit, Methodik und Handhabbarkeit durchaus Unterschiede beobachten. Als Grundlage für die vorliegende Untersuchung wurde nach Prüfung aller genannten Optionen die Factset-Datenbank ausgewählt. Diese Datenbank findet auch regelmäßig in der internationalen finanzökonomischen Forschung zu institutionellen Investoren Verwendung.¹¹³ Die historischen Daten gehen bis 1999 zurück, wobei die Daten in den ersten Jahren gelegentlich unvollständig scheinen. Zu den nützlichen Eigenschaften der FactSet-Datenbank gehört, dass die Beteiligungsdaten dort auf drei Konsolidierungsstufen verfügbar sind: auf Ebene einzelner Fonds (z.B. iShares DAX UCITS ETF (DE)), auf Ebene des Investors im Sinn des zugehörigen Rechtsträgers (im Beispiel die Verwaltungsgesellschaft: BlackRock Asset Management Deutschland GmbH)¹¹⁴ und auf Ebene der globalen Muttergesellschaften unter Konsolidierung von Konzernstrukturen (im Beispiel: BlackRock, Inc.).¹¹⁵ In zusätzlichen

No 661/2020 (2021), 19 f.; auch der bei OECD, *Owners of the World's Listed Companies* (2019) genutzte Datensatz beruht in erster Linie auf FactSet-Daten (a.a.O. 34).

110 Vgl. *Azar/Schmalz/Tecu*, J. Fin. 73 (2018), 1513, 1515 f. (allerdings nur für illustrative Tabellen; für die Regressionen wurden Thomson Reuters-Daten verwendet, a.a.O. 1523 f.). In der Bayer/Monsanto-Fusionskontrollentscheidung nutzte auch die Europäische Kommission Capital IQ-Daten, Case M.8084 Tz. 208.

111 Vgl. *Dobmeier/Lavrova/Schwetzer*, SSRN 3443622 (2019), 19 f. mit Tabelle 4.2; *Banal-Estañol/Boot/Seldeslachts*, J. Comp. L. & Econ. 5 (2022), 135, 138 f.; *Meier/Schüller*, *Corporate Finance 2021*, 289, 292; Buller/Braun, *Under new management* (2021), S. 9 ff.

112 In der Literatur zu institutionellen Investoren in Deutschland werden gelegentlich auch die Hoppenstedt-Firmendatenbank oder der Hoppenstedt-Aktienführer (Archiv abrufbar unter <https://digi.bib.uni-mannheim.de/aktienführer>) genutzt, vgl. *Schreyögg/Unglaube*, AG 2013, 97, 99 mit Fn. 18.

113 Siehe die Nachweise oben Fn. 109; darüber hinaus etwa *Aggarwal/Erel/Ferreira/Matos*, J. Fin. Econ. 100 (2011), 154, 157 ff.; *Dyck/Lins/Roth/Wagner*, J. Fin. Econ. 131 (2019), 693, 696; *Dasgupta/Fos/Sautner*, *Found. Trends Finance* 12 (2021), 276, 288 ff.

114 Auf der Konsolidierungsstufe „Investor“ sind auch proprietäre Beteiligungen und intermediatisierte Beteiligungen außerhalb der Publikumsfonds erfasst. In diesen Fällen stellt die Investorebene die unterste Konsolidierungsstufe dar, da sich eine Auflösung in einzelne Fonds oder Portfolios erübrigt oder jedenfalls auf Basis öffentlich verfügbarer Informationen nicht möglich ist.

115 Soweit es oberhalb eines Investors auf der Investorebene keine übergeordnete Einheit gibt, entspricht die konsolidierte Ebene der Investorebene. Der

Spalten lassen sich zudem jeweils nützliche Zusatzinformationen wie der Investmentstil des Fonds (im Beispiel: Index) oder dessen Herkunftsstaat (im Beispiel: Deutschland) ausgeben.

In Bezug auf deutsche Emittenten besteht in FactSet allerdings auch ein Problem:¹¹⁶ Wenn eine Investorengruppe eine Stimmrechtsmitteilung nur auf der Ebene der Muttergesellschaft eingereicht hat und die Daten zu den Tochtergesellschaften jeweils aus aggregierten Daten auf der Fondsebene stammen, dann berechnet FactSet die Beteiligung auf Ebene der Muttergesellschaft als Summe der Beteiligungen der Tochtergesellschaften. Etwaige in den Stimmrechtsmitteilungen enthaltene Informationen über andere Beteiligungen, namentlich solche im Rahmen individueller Finanzportfolioverwaltung, gehen verloren. Praktisch bedeutet dies vor allem, dass die Beteiligungen von BlackRock, Inc. für bestimmte Firmenjahre deutlich niedriger ausfallen als die Werte, die in Stimmrechtsmitteilungen offengelegt wurden. Werden Beteiligungsstrukturen in ihrer Gesamtheit analysiert, scheint das Problem verkraftbar, da es nur selten andere Investoren betrifft. Werden nur die Big Three untersucht,¹¹⁷ kann es jedoch zu Verzerrungen kommen, falls die BlackRock-Daten nicht korrigiert werden.

II. Beteiligungsdaten

Für Zwecke der Auswertungen in Abschnitt C wurden Beteiligungsdaten aus der FactSet-Datenbank für alle Konstituenten der Auswahlindizes DAX, MDAX und SDAX jeweils zum 31.12. der Jahre 2005 bis 2020 verwendet.¹¹⁸ Für ergänzende Finanzdaten wie Marktkapitalisierungen wurde

Investor wird in diesen Fällen als sein eigenes „Ultimate Parent“ behandelt. Die konsolidierte Ebene umfasst somit alle verfügbaren Daten, und nicht nur diejenigen, bei denen auch tatsächlich eine Konsolidierung nötig ist.

116 Ein ähnliches Problem stellt sich auch mit Blick auf die Datenbanken Orbis und Amadeus, da sich diese zu einem erheblichen Teil aus FactSet-Daten speisen.

117 Unten § 2 C.II.4.

118 Die Beteiligungsdaten für die Jahre 2005 bis 2019 wurden manuell als historische Beteiligungsübersichten auf Emittentenebene exportiert, die Daten für das Jahr 2020 als Blockexport für die relevanten Emittenten, in beiden Fällen jeweils auf der nicht konsolidierten Investorenebene und auf der Fondsebene. Die Daten auf der konsolidierten Investorenebene wurden anhand der Angabe des „Ultimate Parent“ aus den nicht konsolidierten Daten berechnet. Die Aufbereitung und Auswertung erfolgte mittels selbstgeschriebenen Computer-codes in der Programmiersprache Python unter Verwendung gängiger Pakete

ebenfalls auf die FactSet-Datenbank zurückgegriffen. Die historischen Indexzusammensetzungen wurden mithilfe der Bloomberg-Datenbank und der vom Indexadministrator veröffentlichten Änderungshistorie rekonstruiert.¹¹⁹ Auch für inzwischen liquidierte, umgewandelte oder umbenannte Gesellschaften konnten die historischen Beteiligungsübersichten in aller Regel in der FactSet-Datenbank gefunden werden. In Zweifelsfällen wurde hierzu mittels kurzer Internetrecherche das zwischenzeitliche Schicksal einst gelisteter Gesellschaften in Erfahrung gebracht. Emittenten, die im Auswahlindex mit Vorzugsaktien vertreten waren, wurden in den entsprechenden Jahren in der Auswertung nicht berücksichtigt, und zwar unabhängig davon, ob auch die Stammaktie zum Börsenhandel zugelassen war. Ausgeschlossen wurden Firmenjahre, für die in FactSet Beteiligungsdaten nur für weniger als 15 % des Stammaktienkapitals (SAK) vorlagen. Nicht ausgeschlossen wurden Emittenten in der Rechtsform der KGaA. Ebenfalls nicht ausgeschlossen wurden ausländische Unternehmen, die Teil deutscher Auswahlindizes sind (z.B. Airbus SE). Während das Aktiengesetz auf diese Emittenten nicht oder nur teilweise Anwendung findet, unterliegen sie in den meisten Fällen gleichwohl dem Zugriff des europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts.

Zum 31.12.2020 wurden die Daten über die Auswahlindizes hinaus auch für alle Konstituenten des CDAX erhoben.¹²⁰ Dieser enthält alle deutschen Unternehmen, deren Aktien im geregelten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse notieren. Emittenten, die im CDAX sowohl mit Stamm- als auch mit Vorzugsaktien vertreten sind, wurden nur mit der Stammaktie berücksichtigt. Ausgeschlossen wurden von der Analyse wiederum sämtliche Emittenten, für die die Datenbank zum 31.12.2020 in Summe weniger als 15 % des Stammaktienkapitals verzeichnete. Von einer Beschaffung auch historischer Beteiligungsdaten für den CDAX wurde abgesehen. Der hierfür nötige Mehraufwand hätte jedenfalls mit Blick auf die Erkenntnisinteressen der vorliegenden Untersuchung in keinem Verhältnis zum Informationsgewinn gestanden. Wie sich bei der Analyse der Daten für das Jahr 2020 zeigen wird, gibt es jenseits der Auswahlindizes nicht viel zu berichten außer der Beobachtung, dass institutionelle

zur Verarbeitung größerer Datensätze (namentlich pandas, NumPy, Matplotlib, Seaborn).

119 STOXX, Historical Index Compositions of the Equity- and Strategy Indices (2021).

120 Zusammensetzung wiederum laut Bloomberg, Identifikation der Konstituenten in FactSet anhand der ISINs.

Beteiligungen und insbesondere breit diversifizierte Beteiligungen hier laut Datenbank keine oder nur noch eine untergeordnete Rolle spielen. Es bestehen wenig Anhaltspunkte dafür, dass sich an diesem Befund bei historischer Betrachtung etwas ändern würde.

Um dem genannten Problem der FactSet-Datenbank beim Ausweis der BlackRock-Beteiligungen zu begegnen, wurden folgende Schritte unternommen: Für die Jahre 2005 bis 2019 wurden die Beteiligungsdaten auf konsolidierter Ebene (d.h. für BlackRock, Inc.) mit Daten aus der Datenbank Capital IQ (Export im Mai 2020) abgeglichen, in der das Problem nicht besteht. War die in Capital IQ ausgewiesene Beteiligung höher, wurde der entsprechende Datenpunkt ersetzt. Für das Jahr 2020 wurden die Daten anhand eines Auszugs der Stimmrechtsdatenbank der BaFin überprüft und ggf. überschrieben (Komplettextport vom 31.12.2020).

Bei Durchsicht des Datensatzes fiel auf, dass in wenigen, oft älteren Firmenjahren die Summe aller Beteiligungen mehr als 100 % des Stammaktienkapitals betrug. Diese Anomalie dürfte in den meisten Fällen dadurch zu erklären sein, dass Stimmrechtsmitteilungen in der Datenbank nicht korrekt reflektiert wurden oder dass bestimmte Beteiligungen aufgrund mehrfacher Zurechnung zweimal gezählt wurden. In zwei Fällen war die Fehlerursache offensichtlich (Doppelzählung) und wurde manuell korrigiert. In anderen Fällen, in denen der Wert nur knapp über 100 % lag, wurde auf eine Anpassung verzichtet.

Tabelle 1 gibt einen Überblick über den Umfang des nach den beschriebenen Grundsätzen erhobenen Beteiligungsdatensatzes für das Jahr 2020 und im Durchschnitt über den gesamten Betrachtungszeitraum (2005 bis 2020). Für das DAX-Jahr 2020 umfasst der Datensatz etwa Beteiligungsdaten für 28 Emittenten (es fehlen die zwei Emittenten mit Vorzugsaktien: Henkel und Volkswagen). Auf der konsolidierten Investorenebene liegen dabei Daten für 2.232 verschiedene Investoren vor, wobei selbstverständlich nicht alle diese Investoren Beteiligungen an allen Emittenten hielten. Insgesamt umfasst der Datensatz hier 12.832 einzelne Beteiligungen. Diese Daten erklären im Durchschnitt 56,4 % des Stammaktienkapitals eines Emittenten. Auch bei Nutzung einer Datenbank können also keinesfalls Informationen über *alle* Aktionäre der Gesellschaften berücksichtigt werden. Darüber, wem die übrigen Beteiligungen gehören, die nicht in der Datenbank erfasst sind, lassen sich naturgemäß kaum belastbare Aussagen treffen. Die im Vergleich zum DAX höhere Abdeckung im SDAX, MDAX und CDAX auf der konsolidierten und nicht konsolidierten Investorenebene ist dadurch zu erklären, dass dort mehr Emittenten einen Ankeraktionär haben, der eine sehr große (stets meldepflichtige) Beteiligung hält.

Tabelle 1. Übersicht zum Beteiligungsdatensatz

	DAX 2020	Ø2005- 2020	MDAX 2020	Ø2005- 2020	SDAX 2020	Ø2005- 2020	CDAX 2020
Anzahl Emittenten	28	28	58	50	68	51	325
<i>Konsolidierte Investorenebene</i>							
Anzahl Investoren	2 232	1 321	1 519	1 059	938	715	2 527
Anzahl Beteiligungspunkte	12 832	10 875	11 426	7 671	5 196	3 036	29 937
Abdeckung (Ø Σ %SAK)	56,4	55,8	68,7	69,5	69,9	69,0	69,8
<i>Nicht konsolidierte Investorenebene</i>							
Anzahl Investoren	3 006	1 991	2 088	1 573	1 212	959	3 275
Anzahl Beteiligungspunkte	18 208	16 675	15 533	10 508	6 353	3 630	40 061
Abdeckung (Ø Σ %SAK)	54,5	54,8	68,2	69,1	69,9	69,0	69,5
<i>Fondsebene</i>							
Anzahl Fonds	12 323	11 406	9 245	7 313	3 315	2 441	12 931
Anzahl Beteiligungspunkte	65 000	70 328	45 061	28 016	12 858	6 841	119 079
Abdeckung (Ø Σ %SAK)	35,9	33,1	31,1	29,6	24,3	21,3	17,2

In den Spalten „2020“ sind die Werte für das Indexjahr 2020 angegeben, in den Spalten „Ø2005-2020“ die Durchschnittswerte über alle jeweiligen Indexjahre (2005 bis 2020). Die Zeile „Anzahl Emittenten“ gibt die Zahl der Indexkonstituenten an, für die Daten berücksichtigt wurden. Beachte, dass die Indizes MDAX und SDAX im Jahr 2018 von je 50 auf 60 bzw. 70 Konstituenten erweitert wurden. Die Zeilen „Anzahl Investoren“ bzw. „Anzahl Fonds“ geben die Zahl der Investoren/Fonds auf der jeweiligen Ebene an, für die in einem Indexjahr mindestens ein Beteiligungspunkt vorlag. Die Zeilen „Anzahl Beteiligungspunkte“ geben die Gesamtzahl an Beteiligungspunkten auf der jeweiligen Ebene und je Indexjahr an. Ein „Beteiligungspunkt“ meint die Information, dass Investor A zum Ende eines Jahres am Emittent B eine Beteiligung von >0 % hielt. Null- und „n.a.“-Werte sind also in der Anzahl der Beteiligungspunkte nicht berücksichtigt. Die Zeilen „Abdeckung (Ø Σ %SAK)“ beschreiben, welchen Anteil des Stammkapitals der Emittenten die jeweiligen Beteiligungspunkte in ihrer Gesamtheit erklären. Dazu wurden alle Beteiligungspunkte für jeden Emittenten aufsummiert (Σ %SAK) und hierüber der Durchschnitt gebildet (Ø).

C. *Beteiligungsstrukturen im deutschen Aktienmarkt*

Nachdem geklärt wurde, aus welchen Primärquellen die Beteiligungsdaten ursprünglich stammen und wie der hier verwendete Datensatz im Einzelnen zusammengestellt wurde, ist es an der Zeit, die Ergebnisse der eigentlichen Auswertung zu besprechen. Diese werden nachfolgend vor allem in Gestalt von Abbildungen präsentiert, in Verbindung mit qualitativen und quantitativen Erläuterungen in Textform. Im Einzelnen erfolgt die Auswertung in drei Schritten: Zunächst werden die Beteiligungsstrukturen in ihrer Gesamtheit in den Blick genommen, ohne Differenzierung nach verschiedenen Arten von Investoren (I). Im Fokus stehen sodann die Beteiligungen der Vermögensverwalter und hier insbesondere diejenigen der Indexfonds und der Big Three (II). Abschließend wird aufgezeigt, wie ein modelltheoretisch motivierter Ansatz aus der industrieökonomischen Forschung zur Quantifizierung des Ausmaßes indirekter Horizontalverflechtungen (Common Ownership) fruchtbar gemacht werden kann (III).

I. Allgemeines zu den Beteiligungsstrukturen

Zu Beginn der empirischen Auswertungen lohnt es sich, auf Basis der Gesamtheit der verfügbaren Daten zunächst einige allgemeine Eigenschaften der Beteiligungsstrukturen im deutschen Aktienmarkt herauszuarbeiten. Diese Auswertungen legen einerseits das Fundament für die weiterführenden Auswertungen zu Vermögensverwaltern und Common Ownership, indem sie einige wiederkehrende (und später zu hinterfragende) Analyseansätze einführen. Zum anderen bieten sie die Gelegenheit, einige rechtstatsächliche Beobachtungen zu teilen, die nicht unmittelbar mit der passiven Verwaltung zusammenhängen, auf die aber an verschiedenen Stellen im weiteren Verlauf der Untersuchung zurückzukommen sein wird. Konkret werden die Beteiligungsstrukturen im Folgenden unter dem Blickwinkel des Verhältnisses größerer und kleinerer Beteiligungen (1), des Diversifikationsgrads der Investoren (2) und der Herkunft der Investoren (3) analysiert.

1. Verhältnis von größeren und kleineren Beteiligungen

Abbildung 1 visualisiert in einer wasserfall-ähnlichen Darstellung das Verhältnis größerer und kleinerer Beteiligungen innerhalb der einzelnen In-

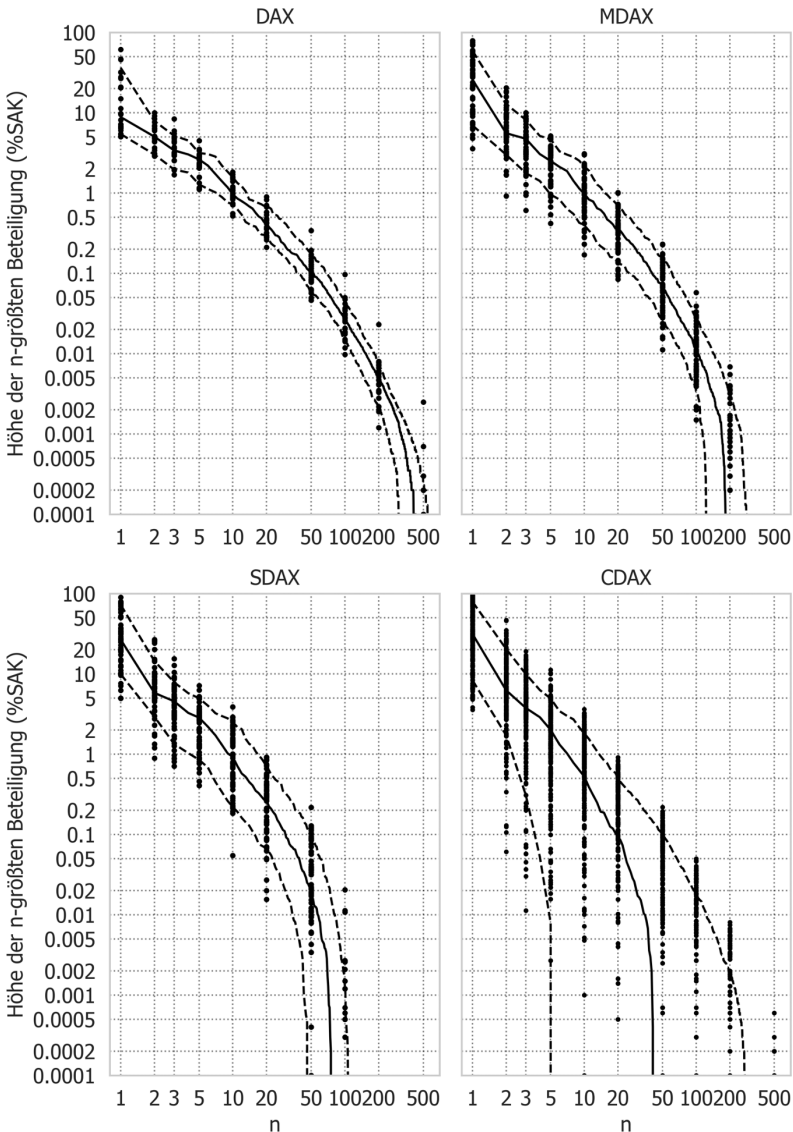
dizes und die diesbezügliche Variation. Hierzu wurden für jeden Emittenten zunächst alle Beteiligungen auf der konsolidierten Investorenebene nach ihrer Beteiligungsquote am Stammaktienkapital (% SAK) sortiert.¹²¹ Diese Sortierung ermöglicht es, für jeden Rang n die Verteilung der Beteiligungshöhen des n -größten Aktionärs über alle Emittenten eines Index hinweg zu betrachten. Abbildung 1 zeigt die 10 %-, 50 %- (Median) und 90 %-Quantile dieser Verteilungen für alle Ränge sowie die vollständige Verteilung für ausgewählte Ränge.

Die Abbildung illustriert weiterhin, wie stark die Beteiligungsstrukturen einerseits innerhalb und andererseits zwischen den Indizes variieren. Die Beteiligungsquote des fünfzigstgrößten Aktionärs im medianen DAX-Unternehmen beträgt beispielsweise ca. 0,1 %. Im MDAX sind es nur noch ca. 0,07 %, im SDAX ca. 0,03 %. Zudem werden die Quantilsabstände vom DAX zum SDAX hin sehr viel größer. Zuletzt veranschaulicht die Abbildung den bekannten Umstand, dass eine erhebliche Anzahl börsennotierter Unternehmen in Deutschland über einen großen Ankeraktionär mit rechnerischer oder zumindest faktischer Sperrminorität oder Hauptversammlungsmehrheit verfügt.¹²² Jenseits des DAX betrifft dies sogar die Mehrzahl der Emittenten. Ein genauerer Blick in die Daten zeigt, dass bei zwei Dritteln der CDAX-Unternehmen die größte Beteiligung mindestens 25 % beträgt, bei etwa einem Drittel mindestens 50 %. In nur 46 Fällen beträgt die größte erfasste Beteiligung weniger als 10 %.

121 Soweit hier und im Folgenden von Beteiligungsquoten oder Beteiligungshöhen die Rede ist, beziehen sich diese Angaben, falls nicht anders gekennzeichnet, stets auf die prozentuale Beteiligung am Stammaktienkapital. Mittelwerte solcher Quoten geben das arithmetische Mittel für die jeweiligen Emittenten *ohne Gewichtung* nach Marktkapitalisierung an.

122 Dies gilt auch für Kommanditgesellschaften auf Aktien. Im CDAX-Datensatz beträgt die Beteiligungsquote des größten Kommanditaktionärs in 76 % der Fälle mehr als 25 %.

Abbildung 1. Aktionärsstrukturen nach % SAK (2020, konsolidierte Investorenebene)



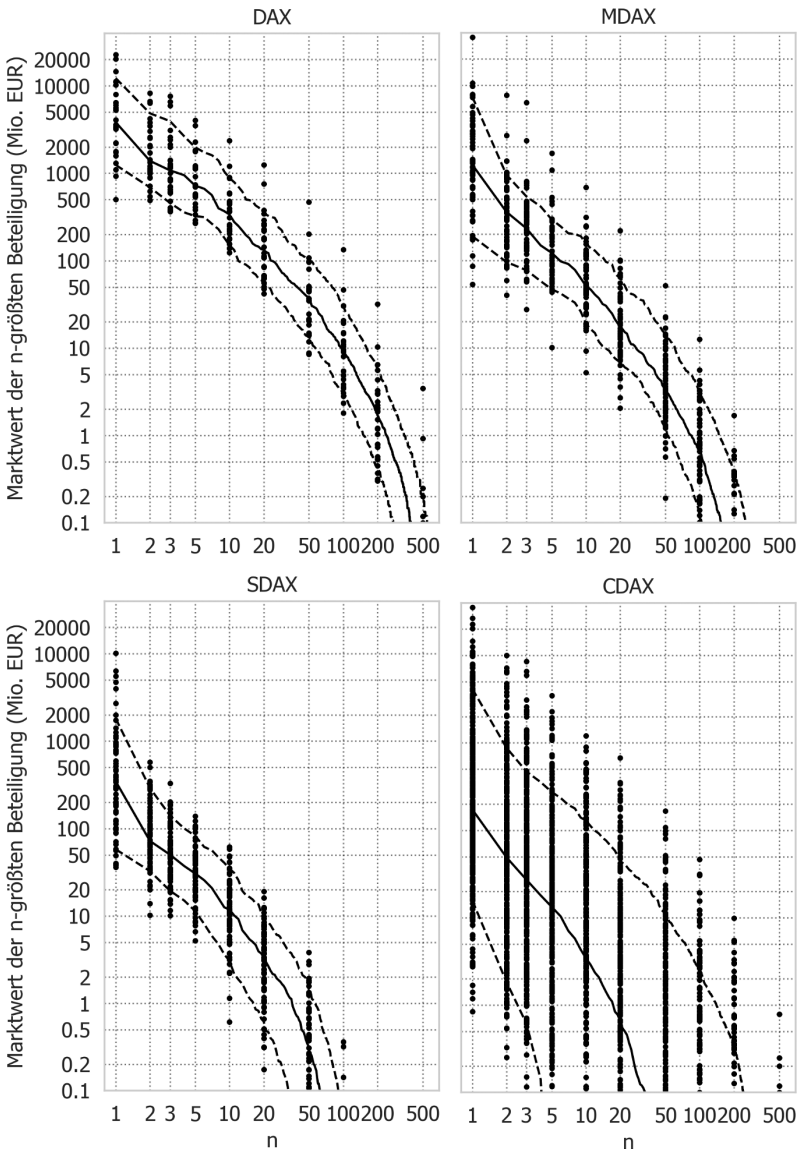
Für jeden Emittenten wurden alle Beteiligungen auf der konsolidierten Investorenebene nach ihrer Beteiligungsquote am Stammaktienkapital (% SAK) sortiert. Die durchgezogene Linie zeigt innerhalb der jeweiligen Emittentenpopulation die mediane Beteiligungsquote

des n-größten Aktionärs. Die gestrichelten Linien zeigen die 10 %- und 90 %-Quantile. Für ausgewählte Werte von n ist die vollständige Verteilung der Beteiligungsquoten abgebildet. Bei der Berechnung der Mediane und Quantile wurde für alle Ränge unterhalb der kleinsten im Datensatz enthaltenen Beteiligung jeweils ein Wert von null angesetzt. Würden diese Werte als fehlend behandelt und die Quantile nur über die verbleibenden Unternehmen berechnet, wären die Diagramme stark zerklüftet und nicht mehr sinnvoll interpretierbar.

Abbildung 2 zeigt analog zu Abbildung 1 die Aktionärsstrukturen nach den Marktwerten der Beteiligungen. Für die Analyse der Beteiligungsstrukturen als solcher sind die Beteiligungsquoten in der Regel die relevantere Kennzahl. Bei marktwertgewichteter Betrachtungsweise werden die Beteiligungsverhältnisse bei besonders wenigen, sehr großen Emittenten drastisch überbetont. Falls die Verteilung der Marktkapitalisierungen schief ist und die Beteiligungsstrukturen asymmetrisch ausfallen (beides ist der Fall), sind von den Marktwerten losgelöste Betrachtungen in der Regel vorzuziehen. Ein Blick auf die Marktwerte ist jedoch nützlich, um sich vor Augen zu führen, dass zumindest im Large-Cap-Bereich Beteiligungen, die nach der Beteiligungsquote auf den ersten Blick vernachlässigbar klein scheinen, aus Sicht des Inhabers nicht per se wirtschaftlich bedeutungslos sind. Die 0,1 %-ige Beteiligung des fünfzigstgrößten Aktionärs im medianen DAX-Emittenten etwa entspricht einem Marktwert von 36,07 Mio. EUR. Ein Portfolio mit 0,1 %-iger Beteiligung an jedem einzelnen DAX-Unternehmen (ohne Vorzugsaktien) hätte es auf einen Marktwert von 1,23 Mrd. EUR gebracht. Diese Beobachtung ist wichtig, weil sie zeigt, dass die Anreize vermeintlich „kleiner“ Aktionäre zur Mitwirkung in der Corporate Governance nicht von vornherein unterschätzt werden sollten – auch für diese Aktionäre kann es um erhebliche Geldsummen gehen.¹²³

123 Siehe auch noch unten § 3 A.I.4.

Abbildung 2. Aktionärsstrukturen nach Marktwerten (2020, konsolidierte Investorenebene)



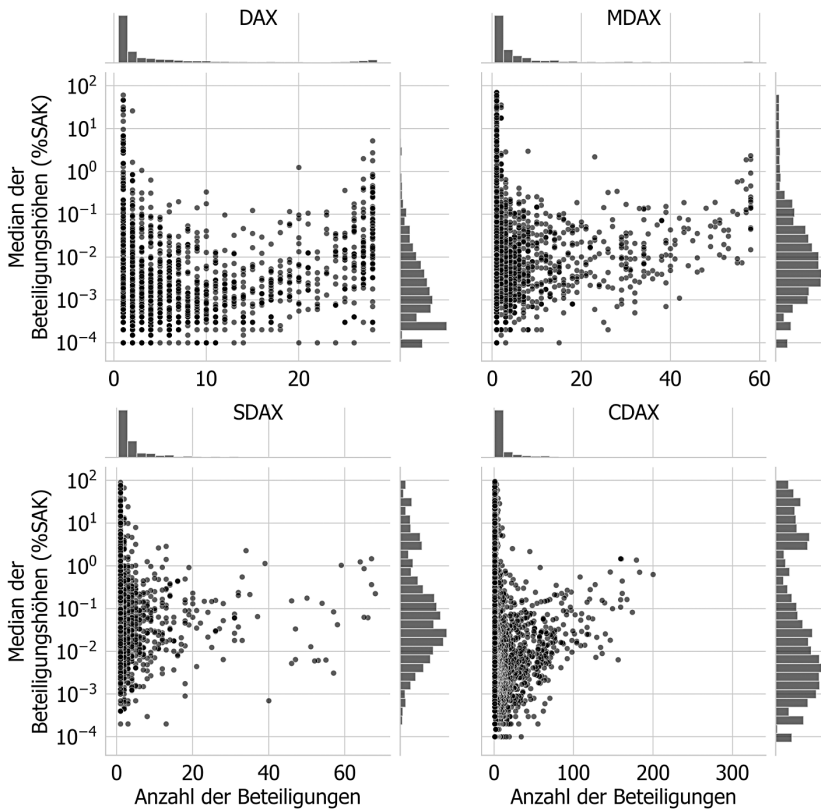
Für jeden Emittenten wurden alle Beteiligungen auf der konsolidierten Investorenebene nach ihren Marktwerten (Beteiligungsquote \times Marktkapitalisierung) sortiert. Die durchgezogene

Linie zeigt innerhalb der jeweiligen Emittentenpopulation den medianen Marktwert der Beteiligung des n-größten Aktionärs. Die gestrichelten Linien zeigen die 10 %- und 90 %-Quantile. Für ausgewählte Werte von n ist die vollständige Verteilung der Marktwerte abgebildet. Bei der Berechnung der Mediane und Quantile wurde für alle Ränge unterhalb der kleinsten im Datensatz enthaltenen Beteiligung jeweils ein Wert von null angesetzt. Würden diese Werte als fehlend behandelt und die Quantile nur über die verbleibenden Unternehmen berechnet, wären die Diagramme stark zerklüftet und nicht mehr sinnvoll interpretierbar.

2. Beteiligungen nach Diversifikationsgrad

Die Abbildungen 1 und 2 geben einen tieferen Einblick in die Beteiligungsstrukturen auf Ebene der einzelnen Emittenten, enthalten aber keine Information darüber, welche und wie viele Investoren Beteiligungen an mehreren Emittenten hielten. Um dies besser zu veranschaulichen, stellt Abbildung 3 für jeden Investor (wiederum auf konsolidierter Basis) im Datensatz für das Jahr 2020 die Anzahl der Beteiligungen dem Median der entsprechenden Beteiligungshöhen gegenüber. Die Abbildungen zeigen, dass in sämtlichen Auswahlindizes bestimmte Investoren in nicht unerheblichem Ausmaß an allen oder nahezu allen Konstituenten beteiligt sind. Die CDAX-Abbildung bestätigt die Vermutung, dass es sich dabei in der Regel auch über die Indizes hinweg um dieselben Investoren handelt. Die Prominenz breit diversifizierter Investoren nimmt allerdings vom DAX zum SDAX hin spürbar ab; jenseits der Auswahlindizes spielen sie praktisch keine Rolle mehr. Zudem nehmen die medianen Beteiligungshöhen für die besonders breit diversifizierten Investoren ab. Im DAX waren im Datensatz für 141 Investoren Beteiligungen an mindestens 90 % der Indexkonstituenten ausgewiesen, davon 35 Investoren mit einer medianen Beteiligung von mindestens 0,1 %. Im MDAX betrug diese Werte 27 und 17, im SDAX lediglich 7 und 5. Die Abbildungen verdeutlichen zudem, dass große Ankerbeteiligungen typischerweise die einzige (meldepflichtige) Beteiligung des jeweiligen Investors darstellen.

Abbildung 3. Investoren nach Zahl der Beteiligungen und Median der Beteiligungshöhen (2020, konsolidierte Investorendaten)



Jeder Punkt repräsentiert einen Investor des konsolidierten Datensatzes. Auf der horizontalen Achse ist die Anzahl der Beteiligungen des Investors im jeweiligen Index abgetragen. Auf der vertikalen Achse ist (mit logarithmischer Skalierung) die mediane Höhe *dieser* Beteiligungen abgetragen (Emittenten, für die keine Beteiligung des jeweiligen Investors verzeichnet war, blieben bei der Berechnung der Mediane mithin außen vor). Die Histogramme oben und rechts illustrieren die Verteilung der Werte in der horizontalen bzw. vertikalen Dimension.

Wie umfangreich oder weniger umfangreich fallen die Beteiligungen der diversifizierten Investoren in ihrer Gesamtheit aus? Eine Möglichkeit, dies zu veranschaulichen, ist es, bestimmte Gruppen von Investoren zu einem „Block“ zusammenzufassen und das Portfolio zu betrachten, das

sich bei Aggregation aller Beteiligungen innerhalb des Blocks ergibt.¹²⁴ Abbildung 4 bildet für diesen Zweck vier Gruppen von Investoren, nämlich solche mit Beteiligungen an mindestens 90 %, 75 %, 50 % und 25 % der Konstituenten der betrachteten Indizes. Für jede Gruppe wurden die Beteiligungen dieser Investoren für jeden Emittenten aufsummiert. Die Boxplot-Diagramme in Abbildung 4 skizzieren die Verteilung der so berechneten Summen.

Diejenigen Investoren, die an mindestens 90 % aller DAX-Konstituenten beteiligt waren, hielten im Median eine gemeinsame Beteiligung von etwa 31,0%.¹²⁵ Auffällig ist insoweit nicht nur der relativ geringe Quartilsabstand; auch die nur unwesentlichen Unterschiede zwischen dem Portfolio des 90 %-Blocks und den Portfolios der anderen Blöcke verdienen Beachtung. Ein Blick in die Daten zeigt, dass etwa drei Viertel der Beteiligung des 90 %-Blocks im DAX (23,5 %) auf Investoren entfielen, die an allen 28 Gesellschaften beteiligt waren. Abbildung 4 verdeutlicht zudem erneut die erheblichen Unterschiede in der Bedeutung diversifizierten Aktienkapitals zwischen dem Large-Cap, Mid-Cap- und Small-Cap-Segment. Im MDAX fällt die mediane Beteiligung des 90 %-Blocks mit 15,5 % deutlich geringer als im DAX aus, im SDAX ist sie mit 4,8 % noch einmal bedeutend niedriger. Die Ausreißer im MDAX und im SDAX gehen dabei auf strategische Beteiligungen von Konzernen zurück, die auch im Bereich der Vermögensverwaltung aktiv sind.¹²⁶ Die CDAX-Abbildung illustriert erneut, was bereits aus Abbildung 3 ersichtlich war: Jenseits der Auswahlindizes lassen sich praktisch kaum noch weitere diversifizierte Beteiligungen beobachten. Statt des 50 %-Blocks zeigt die Abbildung hier den 45 %-Block, da zahlrei-

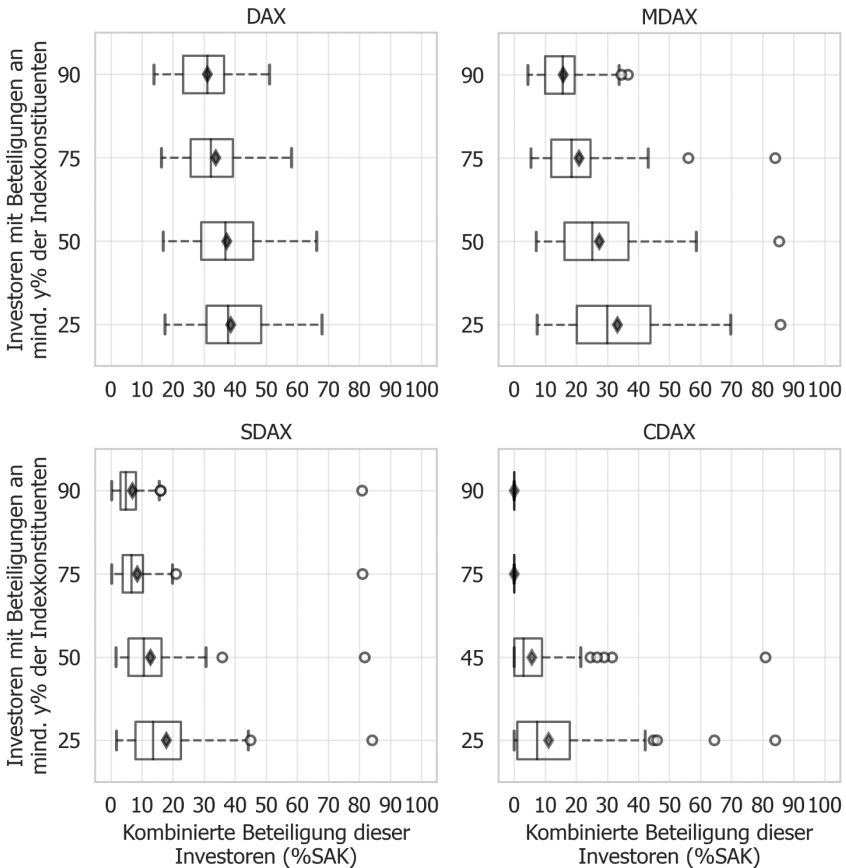
124 Mit ähnlichem Ansatz nunmehr auch *Amel-Zadeh/Kasperk/Schmalz*, ECGI Finance Working Paper No 838/2022, 11 und passim (95 %-Schwelle für Klassifikation als „universal owner“); zu den Problemen dieser Vorgehensweise und anderer ad-hoc-Ansätze noch unten § 2 C.III.

125 In mehr als der Hälfte der Hauptversammlungen der DAX-Gesellschaften hätten diese Investoren damit selbst bei vollständiger Anwesenheit über eine komfortable Sperrminorität verfügt. Im Jahr 2020 lag die tatsächliche durchschnittliche Anwesenheit im DAX (ohne die ausländische Linde plc) bei knapp 70 %, vgl. DAI, *Virtuelle Hauptversammlungen (2020)*, S. 35.

126 Im SDAX ist der Ausreißer durch die Beteiligung der Deutschen Bank an der DWS bedingt, deren eigene SDAX-Beteiligungen auf der konsolidierten Ebene ebenfalls als solche der Deutschen Bank ausgewiesen sind. Im MDAX handelt es sich um die Beteiligung von Siemens an Siemens Healthineers. Die übrigen Beteiligungen der Siemens AG im MDAX sind solche der Siemens Fonds Invest GmbH, die neben Pensionsgeldern des Siemens-Konzerns auch Publikumsfonds für Privatanleger verwaltet.

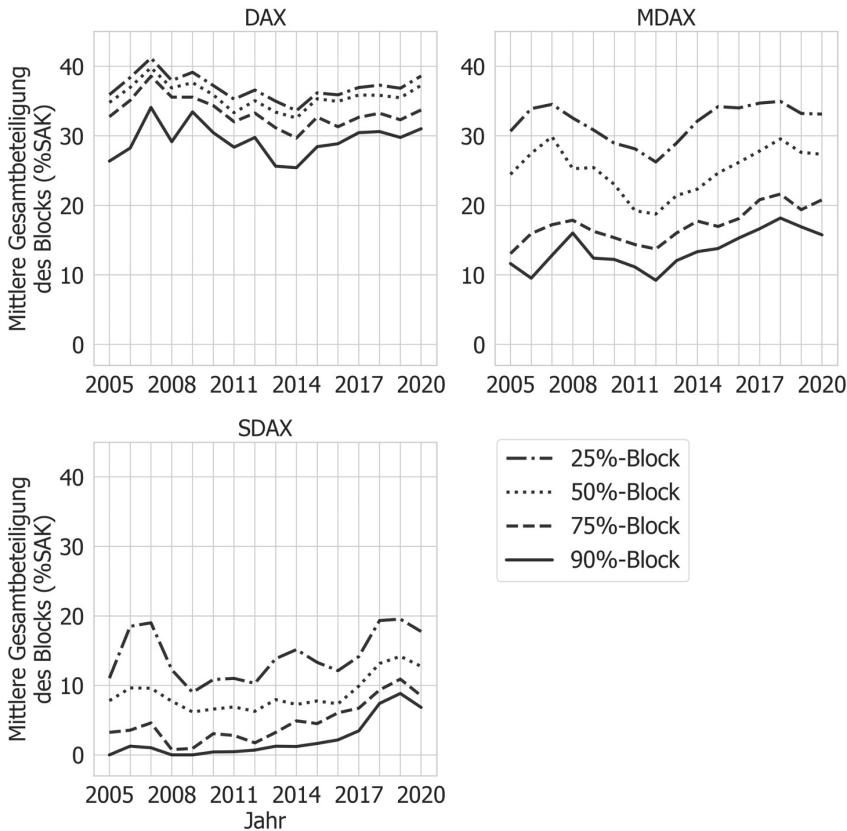
che über die Auswahlindizes hinweg diversifizierte Investoren mit ihren Beteiligungen leicht unterhalb der Hälfte von 325 bleiben.

Abbildung 4. Beteiligungen des „institutionellen Blocks“ nach Diversifikationsgrad (2020, konsolidierte Investorenebene)



Die im Datensatz verzeichneten Investoren (konsolidierte Ebene) wurden zunächst danach gefiltert, ob sie im Jahr 2020 im jeweiligen Index an mindestens 90 %, 75 %, 50 % (CDAX: 45 %) bzw. 25 % der Konstituenten Beteiligungen hielten (zur Klarstellung: Investoren, die zum 90 %-Block gehören, gehören dabei stets auch zum 75 %-Block usw.). Für jede Filterung wurden die Beteiligungen der Investoren für alle im jeweiligen Indexjahr relevanten Emittenten aufsummiert. Die Boxplots illustrieren die Verteilung der so berechneten Werte. Der innere Querbalken zeigt den Median an, der Diamant das arithmetische Mittel. Die maximale Whisker-Länge ist der 1,5-fache Quartilsabstand.

Abbildung 5. Mittlere Beteiligungen des „institutionellen Blocks“ nach Diversifikationsgrad im Zeitverlauf (2005–2020, konsolidierte Investorenebene)



Die der Abbildung 4 zugrundeliegenden Berechnungen wurden für sämtliche Jahre des Betrachtungszeitraums (2005 bis 2020) wiederholt. Die Zeitreihen zeigen jeweils den Mittelwert (in den Boxplots in Abbildung 4: Diamant) der so berechneten Verteilungen. Die Darstellung für den CDAX entfällt, da insoweit auf eine historische Analyse verzichtet wurde (§ 2 B.II).

Abbildung 5 zeigt die Entwicklung der wie in Abbildung 4 berechneten Mittelwerte im Zeitverlauf.¹²⁷ Wer hier einen mehr oder weniger deutlichen Anstieg über die letzten 15 Jahre erwartet hat, wird möglicherweise

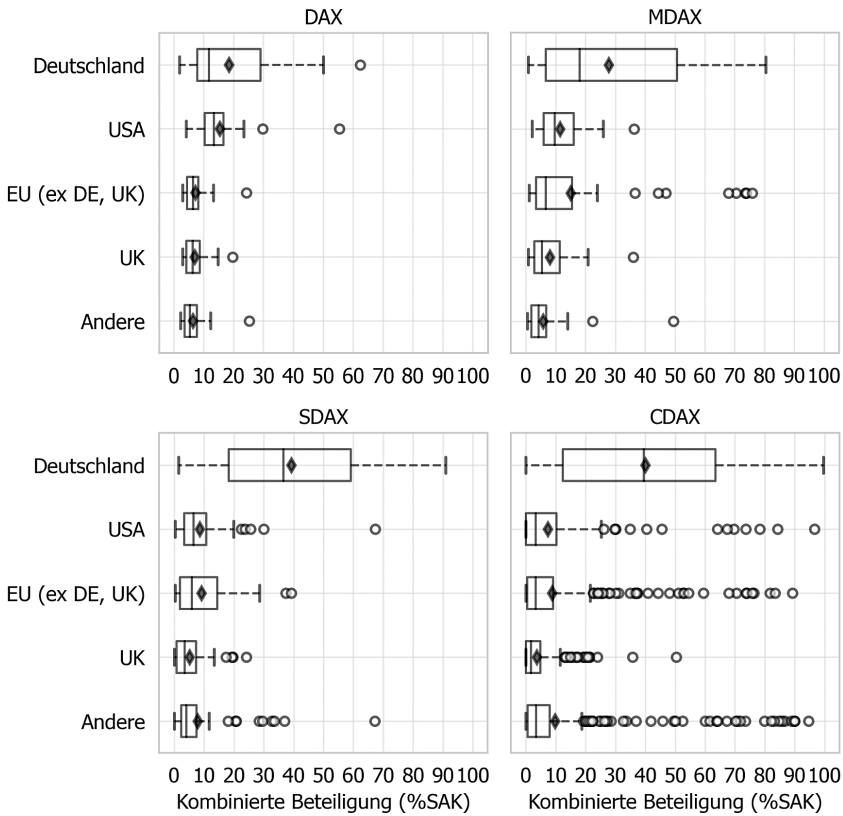
127 Bei Betrachtung der Mediane statt der Mittelwerte fallen die Trends noch etwas weniger prägnant aus, qualitativ ergibt sich aber kein wesentlicher Unterschied.

etwas überrascht: Die mittlere Gesamtbeteiligung des stark diversifizierten Blocks hat sich im DAX über den Betrachtungszeitraum hinweg nur leicht verändert. Im MDAX und SDAX lässt sich über den Gesamtzeitraum ein gewisser Aufwärtstrend bei den stark diversifizierten Blöcken beobachten. Kurzfristige Ausschläge sollten dabei nicht überbewertet werden, da sie ebenso gut durch Änderungen der Indexzusammensetzungen getrieben sein können wie durch tatsächliche Änderungen der Beteiligungsstrukturen. Abbildung 5 ist wichtig, weil sie zeigt, dass breit gestreute institutionelle Beteiligungen jedenfalls im Large-Cap-Segment keineswegs völlig neu sind. Wie die weiteren Analysen zeigen werden, hat sich aber durchaus die Struktur des diversifizierten Blocks geändert.

3. Beteiligungsverhältnisse nach Herkunft

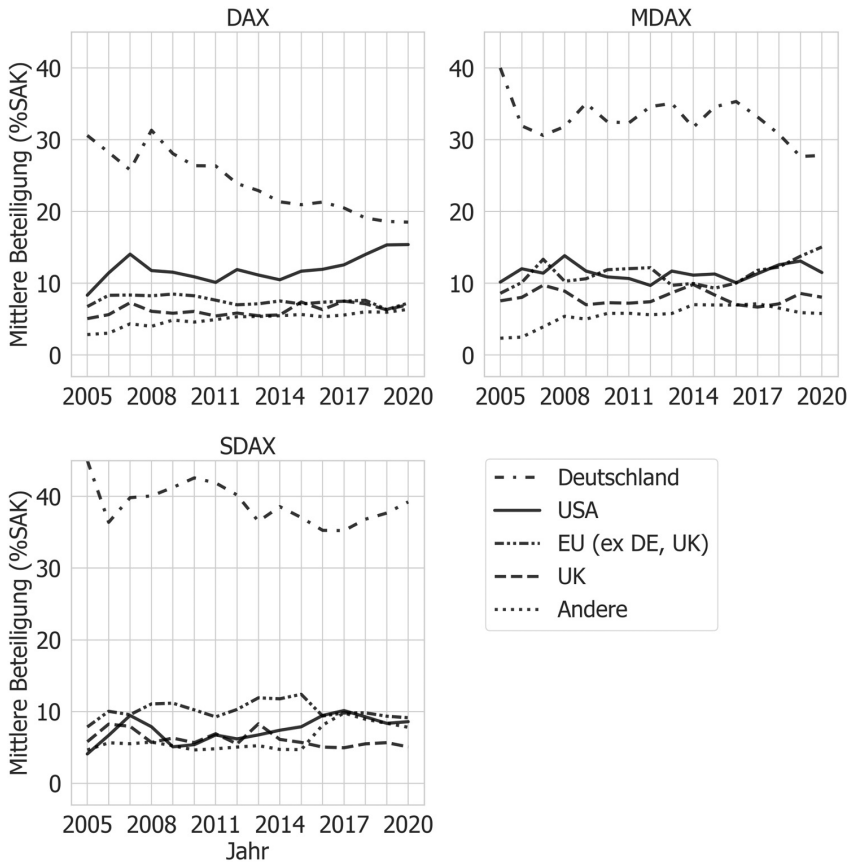
Abbildung 6 und Abbildung 7 folgen der gleichen Herangehensweise wie Abbildung 4 und Abbildung 5, schlüsseln die Investoren allerdings nicht nach Diversifikationsgrad, sondern nach ihrer Herkunft auf. Hierzu wurden die Daten auf der nicht konsolidierten Investorenebene einschließlich der Angaben zum Herkunftsstaat der jeweiligen Investoren verwendet („Country“-Variable in der FactSet-Datenbank). Tochtergesellschaften globaler Finanzgruppen sind also jeweils ihrem eigenen Herkunftsstaat zugeordnet, ohne Rücksicht auf den Sitz der globalen Muttergesellschaft. Die Beteiligungen der BlackRock Asset Management Deutschland GmbH beispielsweise sind im deutschen Boxplot enthalten. Die Abbildung zeigt, dass in zahlreichen Gesellschaften die in Deutschland ansässigen Investoren die verhältnismäßig größte Gruppe darstellen, meist gefolgt von US-amerikanischen Investoren. Investoren aus anderen EU-Mitgliedstaaten spielen demgegenüber jedenfalls im Large- und Mid-Cap-Segment eine geringere Rolle. Im Zeitverlauf lässt sich insgesamt ein gewisser Rücklauf bei den deutschen Anteilen beobachten, größtenteils zugunsten der USA.

Abbildung 6. Beteiligungen nach Herkunft des Investors (2020, nicht konsolidierte Investorenebene)



Vergleichbar der Herangehensweise aus Abbildung 4 wurden die im Datensatz verzeichneten Investoren (hier: nicht konsolidierte Ebene) zunächst nach der Angabe zum „Country“ in der FactSet-Datenbank gefiltert (zur Klarstellung: dort ist stets das Land angegeben, die Oberkategorien „EU (ex DE, UK)“ und „Andere“ wurden vom Verfasser gebildet). Für jede Filterung wurden die Beteiligungen der Investoren für alle im jeweiligen Indexjahr relevanten Emittenten aufsummiert. Die Boxplots illustrieren die Verteilung der so berechneten Werte. Der innere Querbalken zeigt den Median an, der Diamant das arithmetische Mittel. Die maximale Whisker-Länge ist der 1,5-fache Quartilsabstand.

Abbildung 7. Mittlere Beteiligungen nach Herkunft des Investors im Zeitverlauf (2005–2020, nicht konsolidierte Investorenebene)



Die der Abbildung 6 zugrundeliegenden Berechnungen wurden für sämtliche Jahre des Betrachtungszeitraums (2005 bis 2020) wiederholt. Die Zeitreihen zeigen jeweils den Mittelwert (in den Boxplots in Abbildung 6: Diamant) der so berechneten Verteilungen. Die Darstellung für den CDAX entfällt, da insoweit auf eine historische Analyse verzichtet wurde (§ 2 B.II).

II. (Passive) Vermögensverwalter

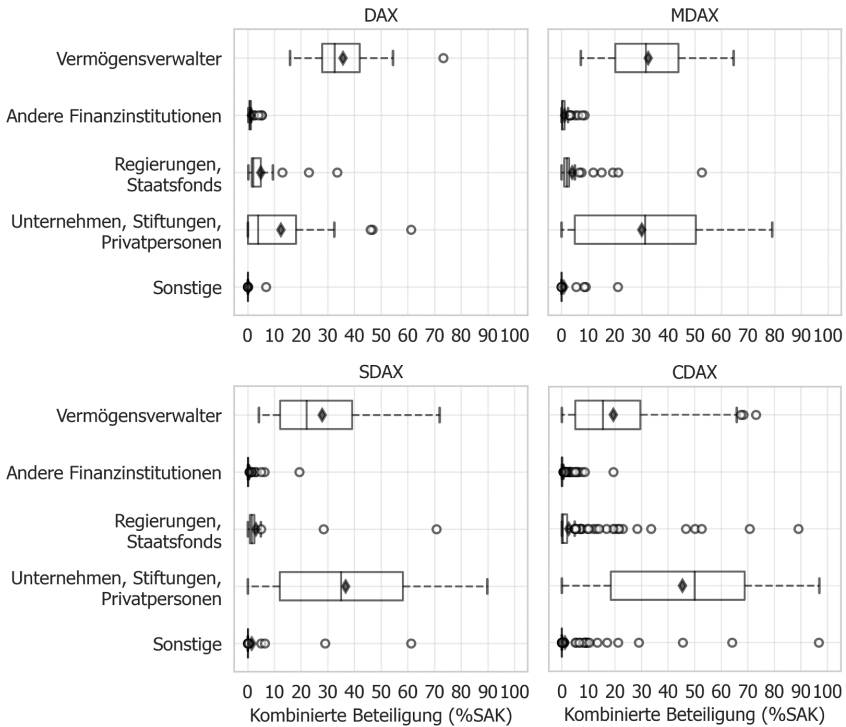
Nachdem der vorige Unterabschnitt einen Blick auf die Beteiligungsstrukturen in ihrer Gesamtheit geworfen hat, sollen im Folgenden die Beteiligungen in Händen der Vermögensverwalter genauer analysiert werden.

Zunächst wird allgemein die Bedeutung von Vermögensverwalter-Beteiligungen (1) und deren Herkunft beleuchtet (2), ehe das Augenmerk auf die Bedeutung von Indexfonds (3) und besonders großen Vermögensverwaltern einschließlich der Big Three (4) gerichtet wird.

1. Rechtstatsächliche Bedeutung von Vermögensverwalter-Beteiligungen

Welche Bedeutung nehmen die Beteiligungen von Vermögensverwaltern im Vergleich zu den Beteiligungen anderer Investoren ein? Um diese Frage zu beantworten, stellt Abbildung 8 die Beteiligungsverhältnisse zum 31.12.2020 nach Investoren-Typen dar, wiederum basierend auf den nicht konsolidierten Investorendaten. Dazu wurden die in FactSet ausgewiesenen „Holder Types“ zu Gruppen zusammengefasst. Die Abbildung illustriert die auf die jeweiligen Gruppen bei Kombination ihrer Beteiligungen entfallenden Portfolios, vergleichbar der obigen Darstellung für Zwecke der Analyse des „diversifizierten Blocks“. Die Abbildung zeigt, dass der Großteil der vom Datensatz erfassten Beteiligungen auf Vermögensverwalter sowie Unternehmen, Stiftungen und Privatpersonen entfällt. Die durchweg hohen Beteiligungen der Vermögensverwalter sind dabei durch die Vielzahl der von größeren und kleineren Fondsbetreibern verwalteten Beteiligungen getrieben, die bei Publikumsfonds auch unterhalb der Meldeschwellen einer weitreichenden Transparenz unterliegen. Die hohen Beteiligungen der Unternehmen, Stiftungen und Privatpersonen kommen demgegenüber durch jeweils sehr hohe und damit meldepflichtige Beteiligungen einzelner Ankeraktionäre zustande. Gleiches gilt für die mitunter großen Beteiligungen, die auf Regierungen und Staatsfonds entfallen: Es handelt sich hier meist um Großbeteiligungen von Gebietskörperschaften, sei es das Land Niedersachsen (Volkswagen) oder die Republik Frankreich (Airbus). Abbildung 9 zeigt, wie sich die Mittelwerte im Zeitverlauf entwickelt haben. Insoweit lassen sich zwar – wiederum auch bedingt durch Änderungen der Indexzusammensetzungen – gewisse Fluktuationen beobachten. Wesentliche strukturelle Verschiebungen lassen sich aber nicht feststellen.

Abbildung 8. Beteiligungen nach Investor-Typ (2020, nicht konsolidierte Investorenebene)



Vergleichbar der Herangehensweise aus Abbildung 4 wurden die im Datensatz verzeichneten Investoren (hier: nicht konsolidierte Ebene) zunächst gefiltert, und zwar nach ihrem „Holder Type“ laut der entsprechenden Angabe in der FactSet-Datenbank. Die Übersicht unten schlüsselt auf, wie die dort ausgewiesenen Ausprägungen den hier verwendeten Kategorien zugeordnet wurden. Für jede Filterung wurden die Beteiligungen der Investoren für alle im jeweiligen Indexjahr relevanten Emittenten aufsummiert. Die Boxplots illustrieren die Verteilung der so berechneten Werte. Der innere Querbalken zeigt den Median an, der Diamant das arithmetische Mittel. Die maximale Whisker-Länge ist der 1,5-fache Quartilsabstand.

Übersicht der Zuordnung zu den Investoren-Typen:

- *Vermögensverwalter*: „Investment Adviser“, „Mutual Fund Manager“, „Hedge Fund Manager“, „Private Banking/Wealth Mgmt“, „Mutual Fd-Open End“, „Hedge Fund“, „Fund of Funds Manager“, „Fund of Hedge Funds Manager“;
- *Andere Finanzinstitutionen*: „Insurance Company“, „Pension Fund“, „Pension Fund Manager“, „Bank Investment Division“, „Broker“;
- *Regierungen und Staatsfonds*: „Government“, „Sovereign Wealth Manager“;
- *Unternehmen, Stiftungen, Privatpersonen*: „Public Company“, „Private Company“, „Foundation Endowment“, „Foundation/Endowment Manager“, „Holding Company“, „Subsidiary“, „Trust/Trustee“, „Non-Profit Organization“, „Individual“ (da An-

kerbeteiligungen in Familienhand etc. oft über Holdingstrukturen gehalten und entsprechend ausgewiesen werden, wurde auf einen gesonderten Ausweis der Kategorie „Individual“ verzichtet);

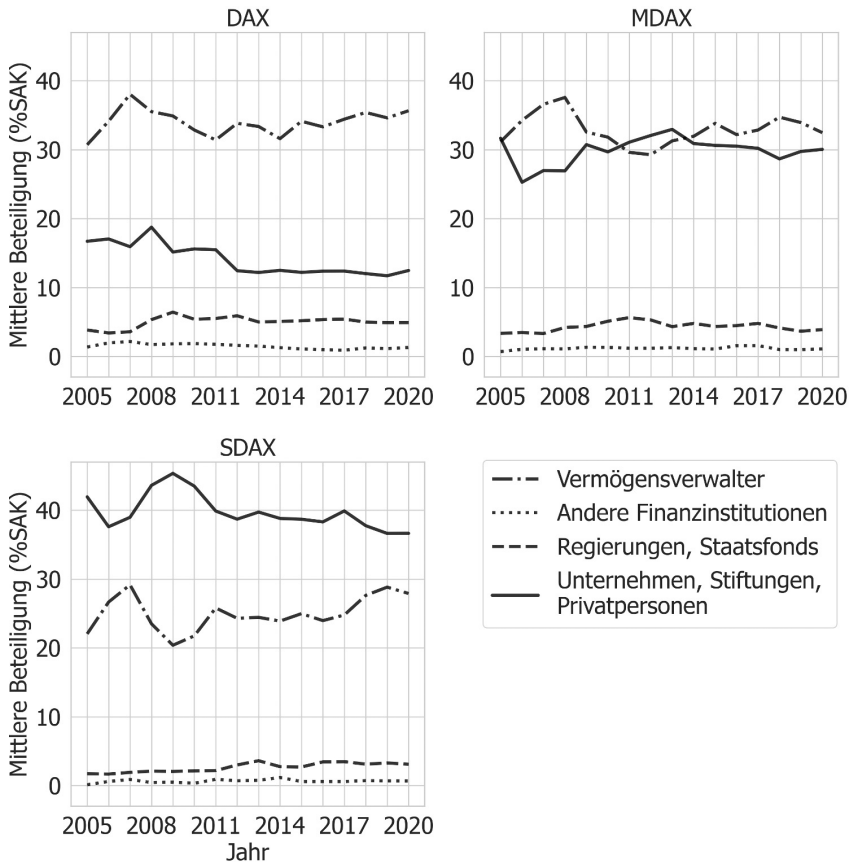
- *Sonstige*: „Real Estate Manager“, „Operating Division“, „Financing Subsidiary/SPE“, „Family Office“, „Extinct“, „Emp Stk Ownership Plan“, „Arbitrage“.

Auf die meisten genannten Ausprägungen entfallen nur sehr wenige Datenbankeinträge. Die „Holder Types“ für nicht institutionelle Beteiligungen fallen allgemein recht heterogen aus.

Eine interessante und wichtige Frage, die sich auf Basis des vorliegenden Datensatzes nicht beantworten lässt, ist, welche Bedeutung Beteiligungen in den Händen der Vermögensverwalter relativ zu anderen institutionellen Investoren einnehmen. Die Daten suggerieren hier zwar, dass „andere Finanzinstitutionen“ keine erhebliche Rolle spielen. Der Schein könnte aber trügen, da unterhalb der Meldeschwellen bedingt durch die begrenzte Beteiligungstransparenz eben weitgehend nur die Beteiligungen der Vermögensverwalter Teil des Datensatzes sind. Umgekehrt könnten aber auch die Beteiligungen der Vermögensverwalter tatsächlich noch höher ausfallen, da ihre Beteiligungen jenseits transparenzpflichtiger Publikumsfonds ebenfalls nicht vollständig erfasst sind. Auf Basis zusätzlicher Daten, z.B. der unveröffentlichten Zeitreihen aus den SHS des Eurosystems,¹²⁸ ließen sich hier unter Umständen noch weitergehende Aussagen treffen. Der für die vorliegende Untersuchung wichtige Befund, dass den Vermögensverwaltern unter den institutionellen Investoren eine zentrale Rolle zukommt, dürfte durch weiterführende Analysen allerdings nicht in Frage gestellt werden.

128 Oben § 2 A.III.2.

Abbildung 9. Mittlere Beteiligungen nach Investor-Typ im Zeitverlauf (2005–2020, nicht konsolidierte Investorenebene)



Die der Abbildung 8 zugrundeliegenden Berechnungen wurden für sämtliche Jahre des Betrachtungszeitraums (2005 bis 2020) wiederholt. Die Zeitreihen zeigen jeweils den Mittelwert (in den Boxplots in Abbildung 8: Diamant) der so berechneten Verteilungen. Die Zeitreihen für den Typ „Sonstige“ wurden zwecks Übersichtlichkeit der Darstellung ausgelassen. Die Darstellung für den CDAX entfällt, da insoweit auf eine historische Analyse verzichtet wurde (§ 2 B.II).

2. Vermögensverwalter nach Herkunft

Die geographische Herkunft der Vermögensverwalter-Beteiligungen ist unter zwei miteinander eng zusammenhängen Gesichtspunkten besonders

interessant. Erstens findet auf das Innenverhältnis von Vermögensverwaltern und Endanlegern in der Regel das Aufsichtsrecht des Herkunftsstaats des Verwalters Anwendung; dieses ausländische Recht kann daher mittelbare Auswirkungen auf die Corporate Governance inländischer Portfolio-Gesellschaften entfalten.¹²⁹ Zweitens haben die Herkunftsstruktur der Vermögensverwalter-Beteiligungen und das im Herkunftsstaat anwendbare Aufsichtsrecht wichtige Implikationen für die Ausgestaltung des internationalen Anwendungsbereichs inländischer Maßnahmen, mit denen über die Stellschraube der Mitwirkungsanreize von Vermögensverwaltern die Corporate Governance inländischer Gesellschaften gestärkt werden soll.¹³⁰

Abbildung 10 schlüsselt die Beteiligungen der Vermögensverwalter nach Herkunft auf, indem sie Abbildung 6 speziell für den Beteiligungstyp „Vermögensverwalter“ repliziert. Dabei zeigt sich ein deutlich anderes Bild als bei der aggregierten Betrachtung in Abbildung 6. Im DAX und im MDAX sind Vermögensverwalter aus den USA am stärksten vertreten und die Bedeutung der Vermögensverwalter aus anderen EU-Mitgliedstaaten und dem UK liegt in etwa gleichauf mit denen aus Deutschland. Im Zeitverlauf in Abbildung 11 zeigt sich, dass der in Abbildung 7 erkennbare Anstieg bei den US-Beteiligungen im DAX im Wesentlichen auf Vermögensverwalter entfällt. Ein deutlicher Rückgang bei den Beteiligungen in Deutschland ansässiger Vermögensverwalter lässt sich nur im DAX beobachten.

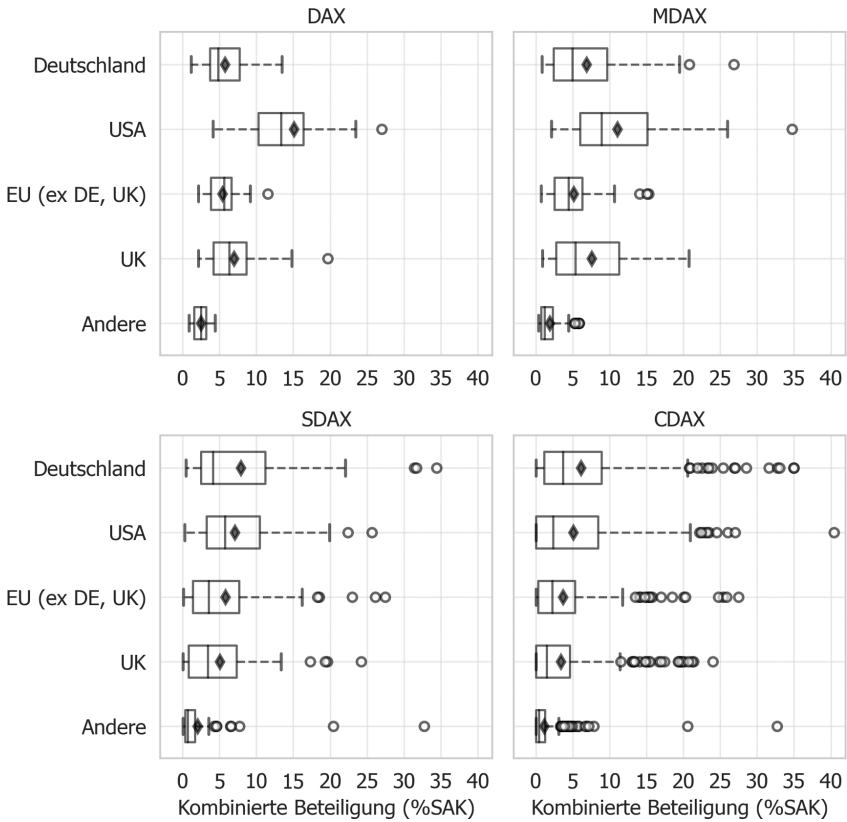
Diese Beobachtungen zeigen, dass es zu kurz griffe, eine rechtspolitisch orientierte Diskussion über die Rolle von Vermögensverwaltern in der Corporate Governance deutscher Gesellschaften allein mit Blick auf das deutsche und europäische Recht und hierzulande beaufsichtigte Vermögensverwalter zu führen. Vielmehr verdient insbesondere auch das auf US-Vermögensverwalter anwendbare Aufsichtsrecht gründliche Beachtung, und zwar keineswegs nur aus rechtsvergleichendem Interesse.¹³¹

129 Ausführlicher zum anwendbaren US-Recht daher unten § 4 A.

130 Vgl. unten § 5 A.II.4 und § 5 C.IV.

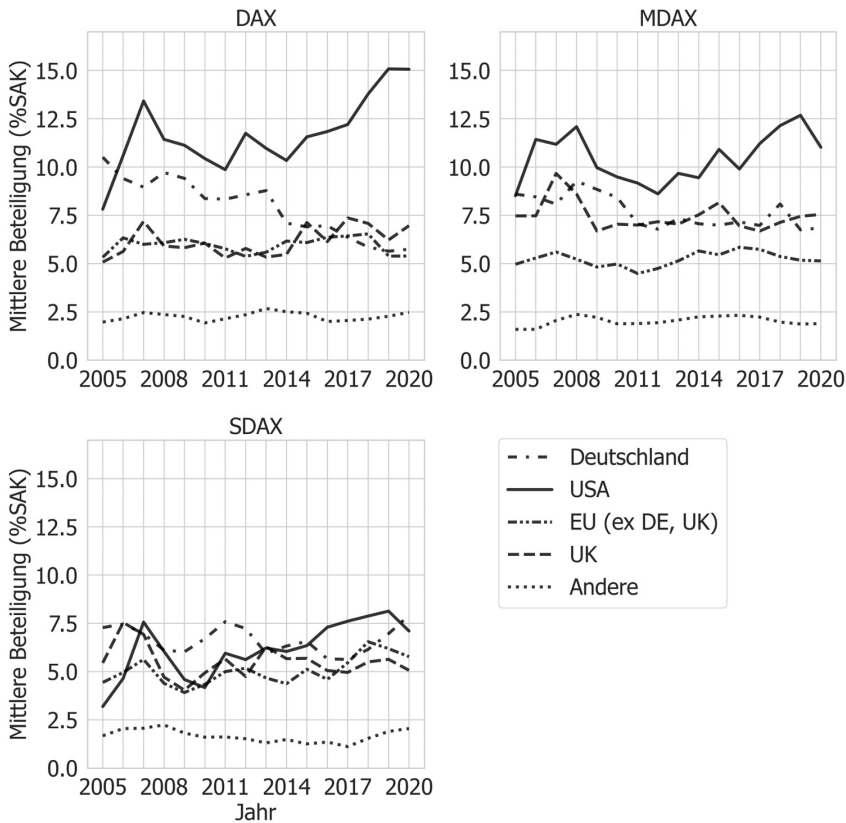
131 Dazu unten § 4 A.I, § 4 A.II.

Abbildung 10. Beteiligungen der Vermögensverwalter nach Herkunft (2020, nicht konsolidierte Investorenebene)



Berücksichtigt wurden vorliegend nur die Beteiligungen der Vermögensverwalter (nicht konsolidierte Ebene) per der unter Abbildung 8 erläuterten Kategorisierung. Diese Vermögensverwalter wurden weiterhin nach der Angabe zum „Country“ in der FactSet-Datenbank gefiltert (entsprechend der Herangehensweise in Abbildung 6). Für jede Filterung wurden die Beteiligungen der Vermögensverwalter für alle im jeweiligen Indexjahr relevanten Emittenten aufsummiert. Die Boxplots illustrieren die Verteilung der so berechneten Werte. Der innere Querbalken zeigt den Median an, der Diamant das arithmetische Mittel. Die maximale Whisker-Länge ist der 1,5-fache Quartilsabstand.

Abbildung 11. Mittlere Beteiligungen der Vermögensverwalter nach Herkunft im Zeitverlauf (2005–2020, nicht konsolidierte Investorendaten)



Die der Abbildung 10 zugrundeliegenden Berechnungen wurden für sämtliche Jahre des Betrachtungszeitraums (2005 bis 2020) wiederholt. Die Zeitreihen zeigen jeweils den Mittelwert (in den Boxplots in Abbildung 10: Diamant) der so berechneten Verteilungen. Die Darstellung für den CDAX entfällt, da insoweit auf eine historische Analyse verzichtet wurde (§ 2 B.II).

3. Indexfonds

Das Hauptaugenmerk der vorliegenden Untersuchung gilt der passiven Vermögensverwaltung. Die vielleicht wichtigste rechtstatsächliche Frage lautet daher, welcher Anteil der von Vermögensverwaltern gehaltenen Beteiligungen nach passiver Anlagestrategie verwaltet wird. Hierzu bietet

sich zunächst ein Blick auf die Beteiligungsdaten auf Fondsebene an.¹³² Abbildung 12 illustriert, nach gleichem Schema wie die bisherigen Darstellungen, das Verhältnis von Indexfonds und anderen Fonds, unter Rückgriff auf die Kategorisierung laut FactSet. Im Mittel werden hier nach knapp 9,9 % des Aktienkapitals eines DAX-Emittenten von Indexfonds gehalten,¹³³ im MDAX sind es 6,3 %, im SDAX 2,8 %.

Die Streuung der Beteiligungshöhen innerhalb des aggregierten Portfolios des Indexfonds-Blocks fällt zwar geringer aus als für den Block der anderen Fonds. Sie beträgt aber keineswegs null. Die wichtigste Erklärung für diese unterschiedliche Verbreitung von Indexfonds-Beteiligungen innerhalb der Auswahlindizes ist, dass viele Emittenten Konstituenten ganz unterschiedlicher Indizes sind, die von verschiedenen Indexfonds nachgebildet werden. Einen Extremfall stellt hier der Ausreißer bei 20 % im DAX dar. Dieser repräsentiert die Linde plc, die als Folge der Fusion mit Praxair auch dem S&P 500 angehört.¹³⁴ Auch ganz allgemein lässt sich aber beobachten, dass innerhalb der hier betrachteten Auswahlindizes der Großteil der Indexfonds-Beteiligungen gerade nicht auf Indexfonds auf den jeweiligen Index entfällt. Indexfonds mit der Buchstabenkombination „DAX“ im Namen bringen es etwa gerade einmal auf eine mittlere Gesamtbeteiligung von 1,22 % im DAX, während sich für andere Filterbegriffe ebenfalls beachtliche Werte ergeben („MSCI EAFE“: 0,85 %, „STOXX 50“: 0,59 %, „MSCI Europe“: 0,41 %).

132 Die FactSet-Daten auf der Fondsebene enthalten teilweise auch Beteiligungen von Pensionsfonds, Staatsfonds und anderen Akteuren, die in der vorliegenden Analyse anderen Gruppen als den Vermögensverwaltern zugerechnet werden. Die Fondsdaten wurden daher für die nachfolgende Analyse zunächst nach der Angabe zum „Holder Type“ gefiltert und es wurden nur Fondsdaten mit einer der folgenden Angaben berücksichtigt: „Open-End Fund“, „Variable Annuity Fund“, „Closed-End Fund“, „Exchange Traded Fund“, „Hedge Fund“, „Unit Investment Trust“. Diese Kategorien decken über 97,5 % aller Entitäten auf der Fondsebene ab, die in dem Datensatz erfasst sind.

133 Winterhalder, Indexfonds in der Corporate Governance (2022), S. 1, 31, 253 mit Fn. 766 berichtet unter Bezugnahme auf die DIRK/IHS Markt-Auswertungen, Indexfonds hätten Ende 2019 insgesamt 23,7 % der Aktien im DAX gehalten. Bei diesem Wert dürfte es sich allerdings nicht um die mittlere Beteiligungsquote der Indexfonds handeln, sondern den – offenbar nach Marktwerten gewichteten – Anteil institutioneller Beteiligungen mit indexbasierter Strategie an der Grundgesamtheit aller in die Auswertung einbezogenen institutionellen Beteiligungen; vgl. DIRK/IHS Markt, Who owns the German DAX (2020), S. 3, 10.

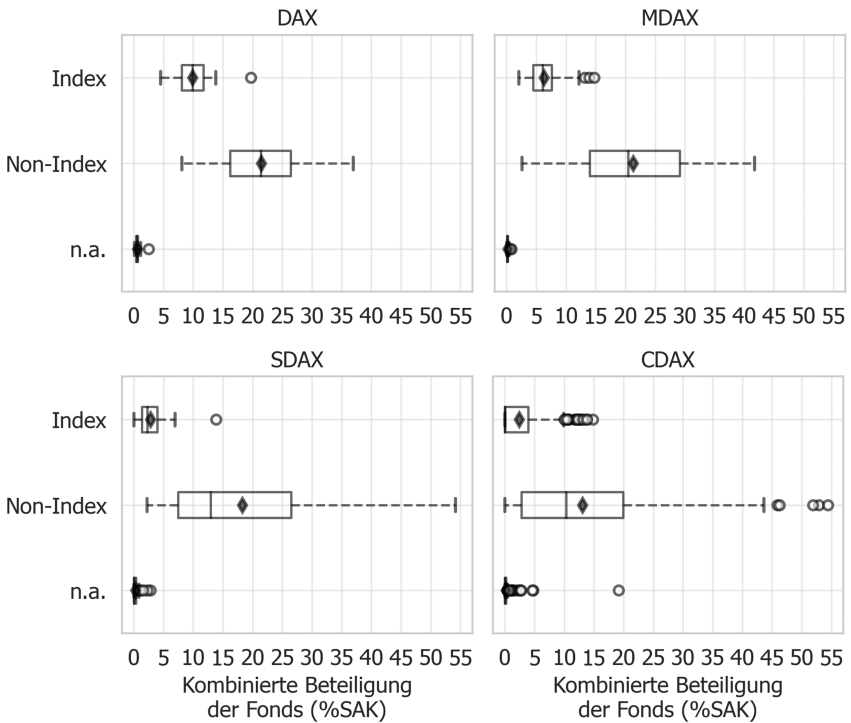
134 Näher zur Einordnung der deutschen Zahlen im Vergleich zu den USA unten § 2 D mit Tabelle 4.

Neben mehrfachen Indexzugehörigkeiten können sich unterschiedliche Beteiligungsquoten der Indexfonds auch daraus ergeben, dass Indexgewichte regelmäßig auf Basis von Streubesitzmarktkapitalisierungen berechnet werden, während die Beteiligungsquoten in Relation zu allen ausstehenden Aktien angegeben werden.¹³⁵ Insbesondere in Gesellschaften mit hohen Blockbeteiligungen fallen die Beteiligungsquoten der Indexfonds daher häufig niedriger aus. Die Indexgewichtung nach Marktkapitalisierungen führt hingegen nicht schon *per se* zu unterschiedlichen Beteiligungsquoten von Indexfonds, sofern diese die verwalteten Mittel ebenfalls auf Basis dieser Gewichte allozieren.¹³⁶

135 Beispielhaft Deutsche Börse, Guide to the DAX Equity Indices (2021), Ziff. 2.3, 2.4 und 6.1. In der empirischen Forschung führen derartige Korrekturen bisweilen zu beachtlichen Problemen, dazu ausführlich unten § 3 C.IV.2.

136 Zur Illustration ein einfaches Beispiel anhand eines Index mit nur zwei Konstituenten: Emittent A mit einer Marktkapitalisierung von 10 Mrd. EUR und Emittent B mit einer Marktkapitalisierung von 90 Mrd. EUR. Die Indexgewichte nach Marktkapitalisierung betragen 10 % und 90 %. Für das Tracking dieses Index müsste ein Fonds mit 1 Mrd. EUR Fondsvolumen 100 Mio. EUR in A-Aktien und 900 Mio. EUR in B-Aktien investieren. Der Fonds hält dann jeweils 1 % SAK von A und B.

Abbildung 12. Beteiligungen nach Fondskategorie (2020, Daten auf Fondsebene)



Vergleichbar der Herangehensweise aus Abbildung 8 wurden die im Datensatz verzeichneten Fonds (nach der in Fn. 132 erläuterten Vorab-Filterung) zunächst gefiltert, und zwar nach ihrem „Holder Style“ laut der entsprechenden Angabe in der FactSet-Datenbank. Die Übersicht unten schlüsselt auf, wie die dort ausgewiesenen Ausprägungen den hier verwendeten Kategorien zugeordnet wurden. Für jede Filterung wurden die Beteiligungen der Fonds für alle im jeweiligen Indexjahr relevanten Emittenten aufsummiert. Die Boxplots illustrieren die Verteilung der so berechneten Werte. Der innere Querbalken zeigt den Median an, der Diamant das arithmetische Mittel. Die maximale Whisker-Länge ist der 1,5-fache Quartilsabstand.

Übersicht der Zuordnung zu den Fondskategorien:

- Index: „Index“;
- Non-Index: „Growth“, „Aggressive Growth“, „Value“, „Deep Value“, „GARP“, „Yield“;
- n.a.: „-“.

Abbildung 13 zeigt die Entwicklung der Mittelwerte aus Abbildung 12 im Zeitverlauf. Dabei zeigt sich über den Gesamtzeitraum 2005 bis 2020 ein deutlicher Anstieg der Indexfonds-Beteiligungen, wengleich der

Wert in den jüngeren Jahren stagniert oder gar leicht rückläufig ausfällt. Die Abbildung verdeutlicht auch, dass für die Fonds, die nur in den früheren Jahren des Betrachtungszeitraums Beteiligungen hielten, in FactSet häufiger Angaben zur Anlagestrategie fehlen als in jüngeren Jahren. Bei dem beobachteten Anstieg könnte es sich daher auch schlicht um ein Scheinwachstum handeln: Indexfonds mit Angabe könnten solche ohne Angabe ersetzt haben. Ein genauerer Blick in die Daten zeigt aber, dass diese Erklärung wenig plausibel scheint. Indexfonds sind meist leicht über den Namen zu identifizieren. Filtert man z.B. für das DAX-Jahr 2020 die Beteiligungen, die FactSet als Indexfonds qualifiziert, danach, ob mindestens einer von sieben typischen Indexfonds-Begriffen (Index, ETF, World, DAX, MSCI, FTSE, STOXX) im Namen des Fonds auftaucht, dann beträgt die Gesamtbeteiligung dieser Fonds im Mittel immer noch 9,55 %. Die gleiche Beobachtung lässt sich auch für das DAX-Jahr 2005 machen (1,8 % gegenüber 1,9 % ungefiltert). Filtert man hingegen für das DAX-Jahr 2005 diejenigen Fonds mit fehlender Klassifizierung nach den gleichen Begriffen, bringen es diese im Mittel gerade einmal auf 0,2 %. Unter der Prämisse, dass sich die Bezeichnungspraktiken über die Jahre hinweg nicht gravierend geändert haben, sprechen diese Zahlen dafür, den Trend in Abbildung 13 als „echten“ Anstieg und nicht lediglich als Resultat zunehmender Klassifizierungen laut Datenbank zu interpretieren.

Inwieweit sich die im Gesamtzeitraum 2005 bis 2020 zu beobachtende Entwicklung auch in den nächsten Jahren oder Jahrzehnten fortsetzen wird, darüber lässt sich selbstverständlich nur spekulieren.¹³⁷ Makroökonomische Faktoren wie Niedrigzinsen¹³⁸ und der demographische Wandel,¹³⁹ europäische Bemühungen zur Vollendung der Kapitalmarktunion einschließlich zur Stärkung der „financial literacy“ von Privatanlegern¹⁴⁰ sowie politische Bestrebungen zur Einführung kapitalgedeckter Finan-

137 *Bebchuk/Hirst*, B. U. L. Rev. 99 (2019), 721, 737 ff. gehen für die USA von einem weiteren starken Anstieg der Indexfonds-Beteiligungen aus und wagen eine grobe Extrapolation auf Basis der bisherigen Wachstumsraten.

138 Vgl. ESRB, *Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system* (2016), S. 20 („search for yield“).

139 Vgl. *Sánchez Serrano/Peltonen*, ESRB Occasional Paper Series No 17 (2020), 15 ff., 38 (Bedeutungsgewinn von defined contributions-Pensionsplänen gegenüber den bislang in der EU vorherrschenden defined benefits-Modellen).

140 Europäische Kommission, *Aktionsplan Kapitalmarktunion* v. 24.9.2020, COM(2020) 590 final, S. 13 f. Für empirische Untersuchungen des Zusammenhangs zwischen „financial literacy“ und Diversifikationsverhalten

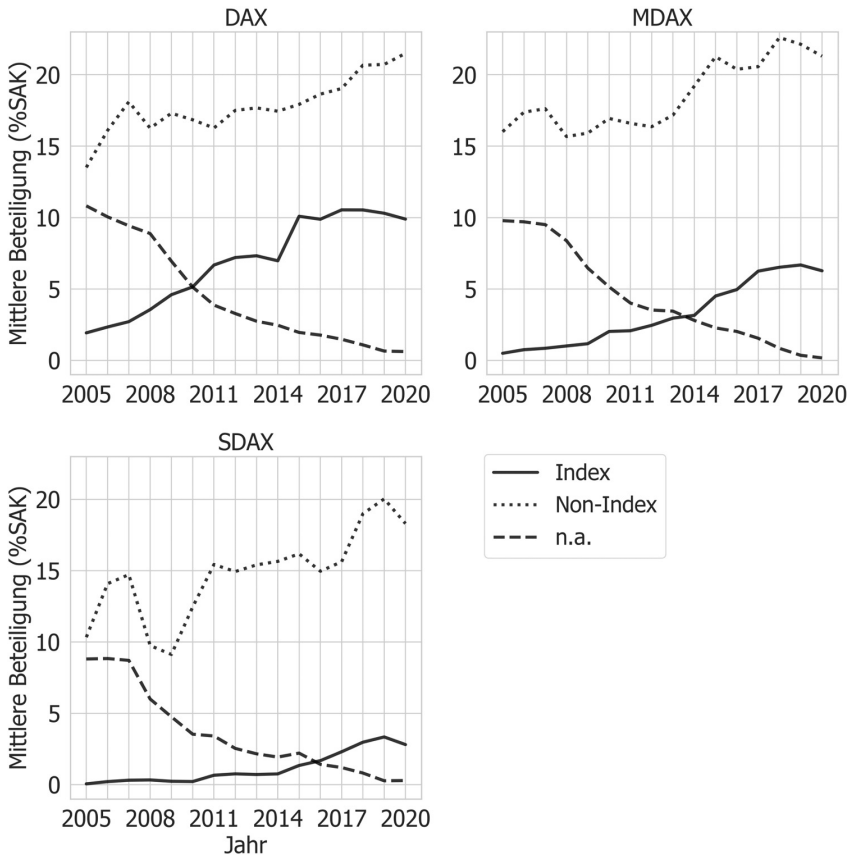
zierungselemente in der gesetzlichen Rentenversicherung¹⁴¹ könnten mittelfristig das Interesse an indexbasierten Produkten weiter fördern. Für einen weiteren Anstieg der Beteiligungsquoten passiver Verwalter an inländischen Gesellschaften kann es ferner genügen, dass sich der Trend zur international diversifizierten passiven Kapitalanlage im Ausland fortsetzt.

Nicht bei allen Indexfonds handelt es sich um ETFs. Betrachtet man nur ETFs mit indexbasierter Anlagestrategie, ergibt sich im DAX für das Jahr 2020 ein Mittelwert von ca. 6,7 %. Aus rechtspolitischer Sicht interessanter als die Struktur der Fonds ist allerdings wiederum der Herkunftsstaat, in dem der Fonds aufgelegt ist. Abbildung 14 schlüsselt vor diesem Hintergrund die Indexfonds-Beteiligungen geographisch auf. Im Vergleich mit Abbildung 10 (geographische Aufschlüsselung der Vermögensverwalter-Beteiligungen) fällt die relative Bedeutung von US-Fonds gegenüber deutschen, EU- und UK-Fonds hier noch einmal deutlich größer aus. Im Zeitverlauf in Abbildung 15 zeigt sich, dass sich die herausgehobene Bedeutung von US-Indexfonds vor allem in den jüngeren Jahren herausgebildet hat. Die „Fernwirkungen“ des US-amerikanischen Rechts verdienen daher auch und gerade im Kontext der passiven Kapitalanlage Beachtung.

siehe etwa *Müller/Weber*, Schmalenbach Bus. Rev. 62 (2010), 126 (größere Bekanntheit und Popularität von ETFs und Indexfonds unter Anlegern mit besserer Finanzbildung); *von Gaudecker*, J. Fin. 70 (2015), 489, 497 (höhere Verluste wegen Unterdiversifikation von nicht-beratenen Anlegern mit schwächeren finanzmathematischen Fähigkeiten); *Reinholtz/Fernbach/de Langhe*, Management Science 67 (2021), 7322 (verschiedene Experimente zum genaueren Verständnis, weshalb Anleger den Nutzen von Diversifikation unterschätzen); siehe aber auch Morningstar, *Passive Fund Stewardship* (2017), S. 6 („Fund distribution networks in Europe are dominated by large commercial banks that have shown little interest in the commercialization of low-cost investments to retail investors.“).

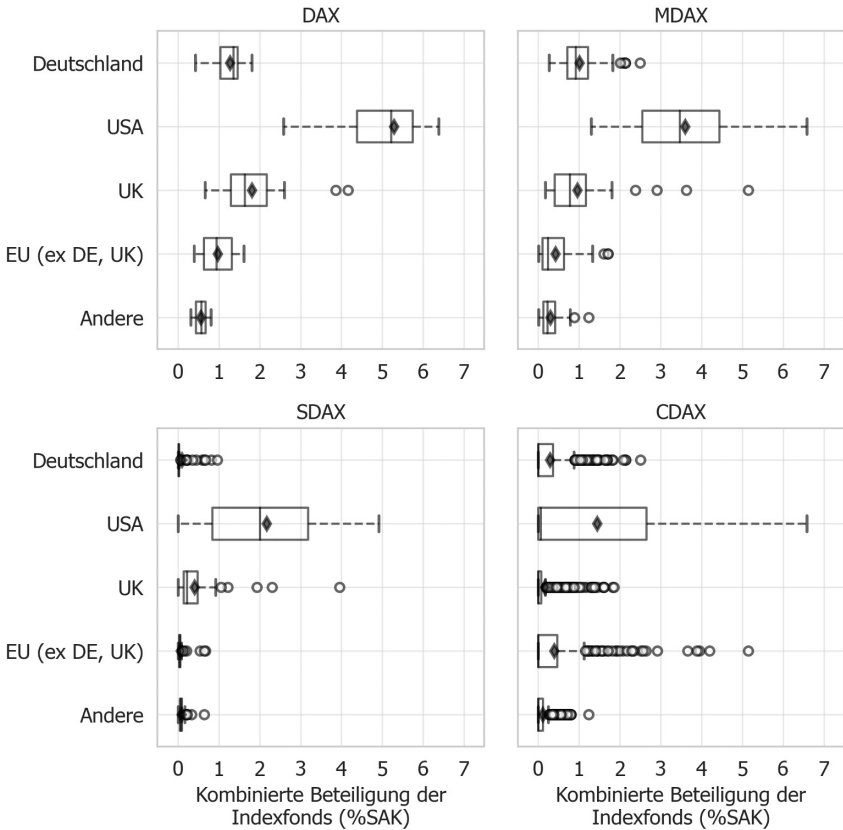
141 SPD/Bündnis 90/Die Grünen/FDP, Koalitionsvertrag (2021), S. 6, 73.

Abbildung 13. Mittlere Beteiligungen nach Fondskategorie im Zeitverlauf (2005–2020, Daten auf Fondsebene)



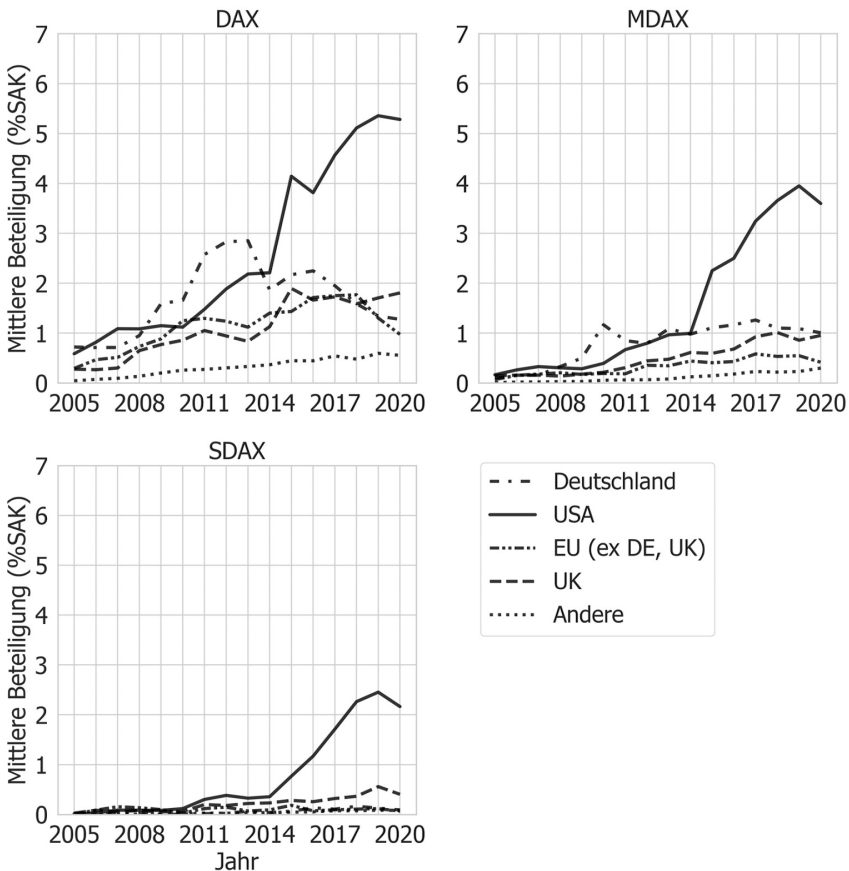
Die der Abbildung 12 zugrundeliegenden Berechnungen wurden für sämtliche Jahre des Betrachtungszeitraums (2005 bis 2020) wiederholt. Die Zeitreihen zeigen jeweils den Mittelwert (in den Boxplots in Abbildung 12: Diamant) der so berechneten Verteilungen. Die Darstellung für den CDAX entfällt, da insoweit auf eine historische Analyse verzichtet wurde (§ 2 B.II).

Abbildung 14. Indexfonds-Beteiligungen nach Herkunft (2020, Daten auf Fondsebene)



Berücksichtigt wurden vorliegend nur die Beteiligungen der Indexfonds per der unter Abbildung 12 erläuterten Kategorisierung. Diese Indexfonds wurden weiterhin nach der Angabe zum „Country“ in der FactSet-Datenbank gefiltert (entsprechend der Herangehensweise in Abbildung 6). Für jede Filterung wurden die Beteiligungen der Indexfonds für alle im jeweiligen Indexjahr relevanten Emittenten aufsummiert. Die Boxplots illustrieren die Verteilung der so berechneten Werte. Der innere Querbalken zeigt den Median an, der Diamant das arithmetische Mittel. Die maximale Whisker-Länge ist der 1,5-fache Quartilsabstand.

Abbildung 15. Mittlere Indexfonds-Beteiligungen nach Herkunft im Zeitverlauf (2005–2020, Daten auf Fondsebene)



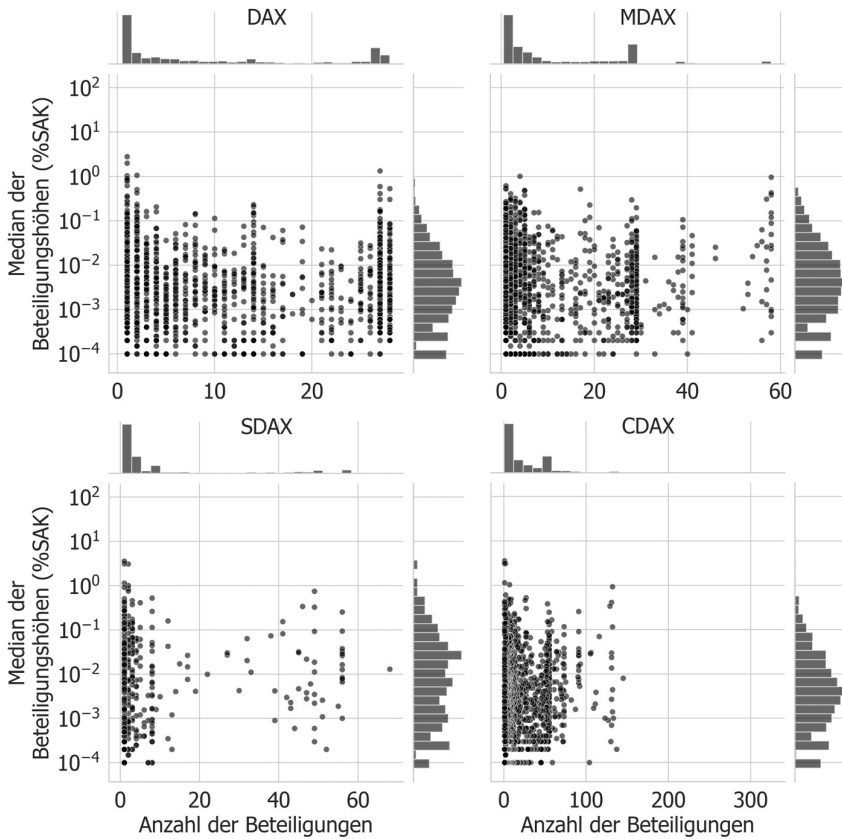
Die der Abbildung 14 zugrundeliegenden Berechnungen wurden für sämtliche Jahre des Betrachtungszeitraums (2005 bis 2020) wiederholt. Die Zeitreihen zeigen jeweils den Mittelwert (in den Boxplots in Abbildung 14: Diamant) der so berechneten Verteilungen. Die Darstellung für den CDAX entfällt, da insoweit auf eine historische Analyse verzichtet wurde (§ 2 B.II).

Abbildung 16 ist an Abbildung 3 (Beteiligungen nach Diversifikationsgrad auf Investorenebene) angelehnt. Die Diagramme in Panel A zeigen Anzahl und Median der Beteiligungen im jeweiligen Index für jeden einzelnen Indexfonds. Dabei zeigt sich, dass der Indexfonds-Block auf eine Vielzahl oft relativ kleiner Beteiligungen einzelner Fonds zurück-

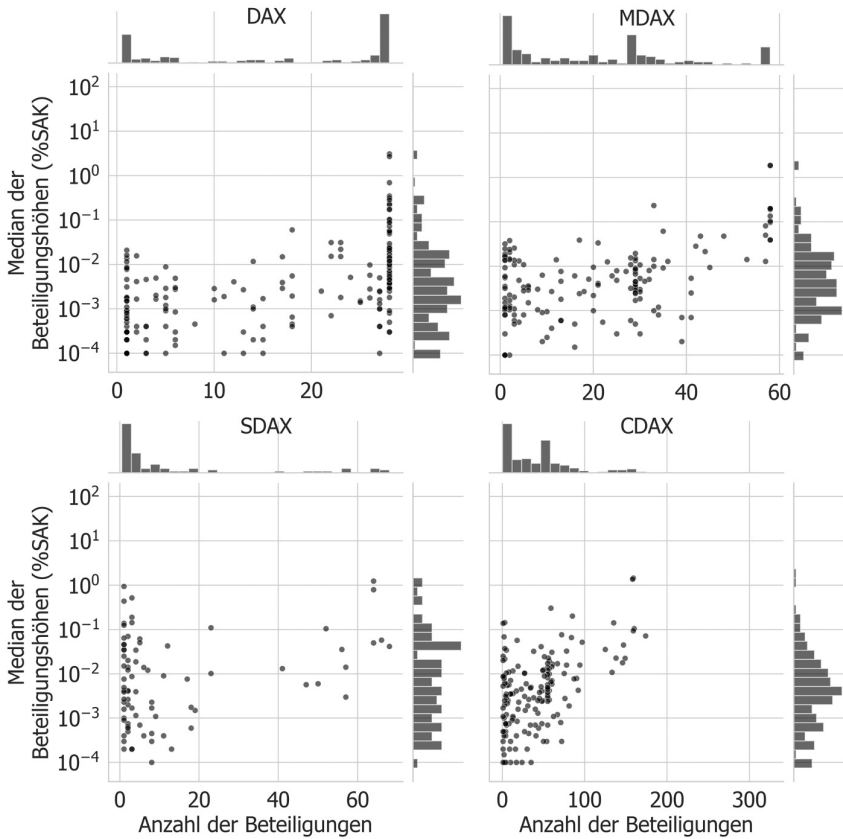
zuführen ist. In den Diagrammen in Panel B sind die einzelnen Indexfonds auf Ebene der globalen Muttergesellschaft der Verwaltungsgesellschaft konsolidiert. Hier stehen Indexfonds-Verwaltern mit gruppenweit kleineren Beteiligungen zwei Verwalter-Gruppen mit deutlich höheren medianen Beteiligungen gegenüber, nämlich BlackRock und Vanguard. Im Vergleich mit Abbildung 3 fällt insoweit vor allem der größere Abstand der Datenpunkte „rechts oben“ gegenüber dem Rest des Feldes auf. Abbildung 16 illustriert somit die beachtliche Konzentration im Bereich des passiven Verwaltungsgeschäfts. Die Abbildung veranschaulicht allerdings auch, dass die übrigen passiven Verwalter in ihrer Summe zumindest im Large- und Mid-Cap-Bereich gegenüber den zwei größten Verwaltern keineswegs ganz zu vernachlässigen sind. Im Median bringen es die von anderen Gruppen verwalteten Indexfonds in DAX, MDAX und SDAX auf Gesamtbeteiligungen von 4,1 %, 1,9 % und 0,6 %. Wichtige Beispiele für diese anderen Verwaltergruppen aus dem deutschen und europäischen Raum mit nicht ganz unbedeutendem Indexfonds-Geschäft sind DWS (DAX-Mittel: 0,7 %, nur Indexfonds) sowie Amundi und Lyxor (jeweils 0,3 %). Abbildung 17 zeigt, wie sich die historische Entwicklung der mittleren Indexfonds-Beteiligungen auf BlackRock-, Vanguard- und andere Fonds verteilt. Beachtlich ist hier vor allem der Bedeutungsgewinn der Vanguard-Fonds in den jüngeren Jahren, der sich über alle Auswahlindizes hinweg beobachten lässt.

Abbildung 16. Indexfonds-Beteiligungen nach Zahl der Beteiligungen und Median der Beteiligungshöhen (2020, Daten auf Fondsebene (Panel A) und konsolidierter Fondsebene (Panel B))

Panel A

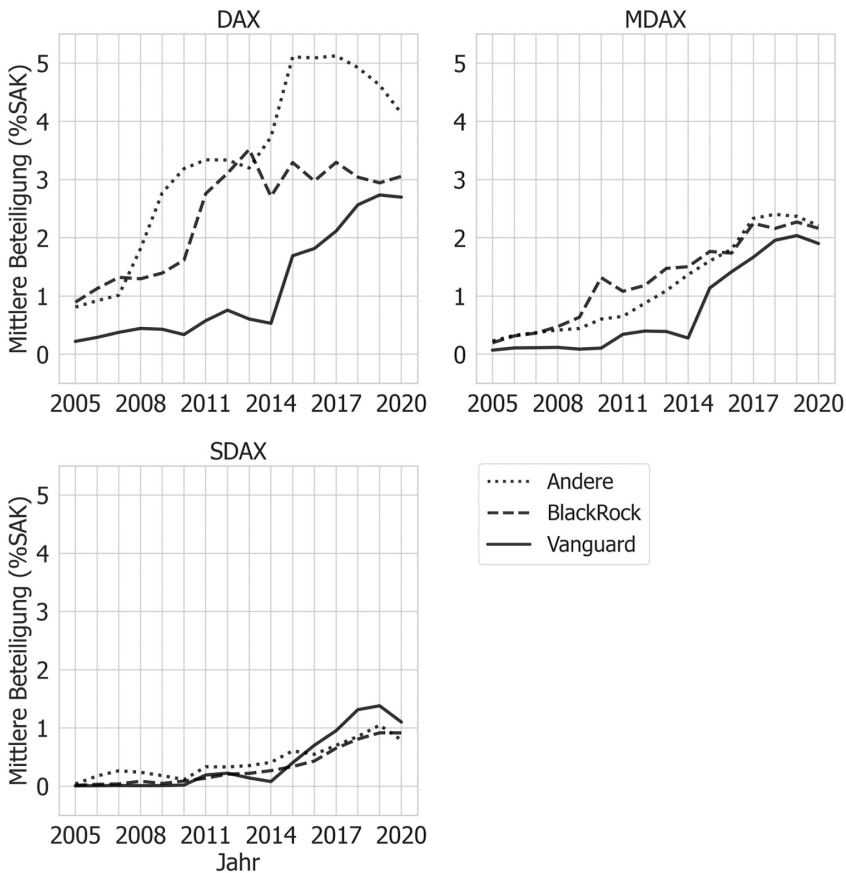


Panel B



In Panel A repräsentiert jeder Punkt einen Indexfonds (Daten auf Fondsebene). In Panel B repräsentiert jeder Punkt einen Indexfondsverwalter; dazu wurden die Beteiligungen der Indexfonds aus Panel A auf Ebene ihres „Ultimate Parent“ konsolidiert. Wie in Abbildung 3 ist auf der horizontalen Achse die Anzahl der Beteiligungen des Indexfonds bzw. Indexfondsverwalters im jeweiligen Index abgetragen und auf der vertikalen Achse (mit logarithmischer Skalierung) die mediane Höher *dieser* Beteiligungen. Die Histogramme oben und rechts illustrieren die Verteilung der Werte in der horizontalen bzw. vertikalen Dimension.

Abbildung 17. Mittlere Beteiligungen von BlackRock-, Vanguard- und anderen Indexfonds im Zeitverlauf (2005–2020, Daten auf Fondsebene)



Die Abbildung schlüsselt die Zeitreihe der mittleren Indexfonds-Beteiligungen aus Abbildung 13 nach BlackRock-, Vanguard- und anderen Indexfonds auf. Hierzu wurden die Fonds mit Holder Style „Index“ nach ihrem „Ultimate Parent“ gefiltert („BlackRock, Inc.“, „The Vanguard Group, Inc.“, sonstige). Die Beteiligungen der jeweiligen Fonds wurden wiederum für alle im jeweiligen Indexjahr relevanten Emittenten aufsummiert. Die Abbildung zeigt die Entwicklung der Mittelwerte im Zeitverlauf.

4. Die „Großen ...“

Mit ihren über alle Auswahlindizes hinweg diversifizierten Beteiligungen sind BlackRock und Vanguard nicht nur die wichtigsten Indexfonds-Verwalter. Sie gehören auch allgemein zu den wichtigsten institutionellen Investoren im deutschen Raum. Im Fall von BlackRock tritt neben das Indexfonds-Geschäft dabei auch noch die individuelle Finanzportfolioverwaltung. Die relative Bedeutung dieses Geschäftszweigs der BlackRock-Gruppe sollte nicht unterschätzt werden: Zum Jahresende 2020 verwaltete die Gruppe laut Finanzbericht insgesamt 4,4 Billionen USD an Eigenkapitaltiteln, davon entfielen jedoch „nur“ 1,9 Billionen USD auf das iShares ETF-Segment und weitere 2,0 Billionen USD auf indexbasierte Portfolios, die für institutionelle Kunden verwaltet wurden.¹⁴² Bezieht man die über die aggregierten Fonds-Beteiligungen hinausgehenden Beteiligungen der BlackRock-Gruppe mit ein, soweit diese über Stimmrechtsmitteilungen bekannt sind, erhöht sich die mittlere Beteiligung im DAX von 3,1 % auf 5,6 % und im MDAX von 2,2 % auf 3,0 %. Die Beobachtung aus Abbildung 17, dass der Bedeutungsgewinn der BlackRock-Beteiligungen in DAX und MDAX vor allem ein Produkt der Jahre zwischen 2005 und 2015 und weniger der jüngeren Jahre ist,¹⁴³ ändert sich bei Einbezug der über die Indexfonds hinausgehenden Beteiligungen laut Stimmrechtsmitteilungen allerdings nicht. Ein Blick in die Stimmrechtsdatenbank der BaFin zeigt, dass dies auch nicht durch veraltete Meldungen zu erklären ist. Wer im Jahr 2013 z.B. 5,01 % gemeldet hat, kann heute zwar theoretisch schon 9,99 % halten, wenn es zwischenzeitlich auch in Tochtergesellschaften keine weiteren Schwellenberührungen gab. In der Praxis werden die Stimmrechtsmitteilungen der BlackRock-Gruppe aber deutlich häufiger aktualisiert: Von den 52 Meldungen, die die Stimmrechtsdatenbank zum 31.12.2020 verzeichnete, datierten 42 auf das Jahr 2020, nur zwei auf das Jahr 2017, keine war älter.

Das Geschäft der Vanguard-Gruppe beschränkt sich, soweit ersichtlich, auf das Fonds-Geschäft. Zumindest liegen insoweit keine Stimmrechtsmitteilungen vor, aus denen sich deutlich größere Stimmrechtsanteile als bei

142 BlackRock, 2020 Annual Report (2021), Form 10-K S. 42 f.

143 BlackRock hat im Jahr 2009 Teile des Vermögensverwaltungsgeschäfts von Barclays einschließlich des iShares-ETF-Segments übernommen (zu den firmenhistorischen Hintergründen *Wigglesworth*, Trillions (2021), S. 202 ff.). Die entsprechenden Fonds sind in den hier genutzten FactSet-Daten auch in den vorhergehenden Jahren der BlackRock-Gruppe zugeschlagen.

Aufsummierung der einzelnen Fonds ergeben. Auch für Emittenten aus den USA lässt sich beobachten, dass die aufsummierten Beteiligungen der Vanguard-Fonds in der Regel den auf Form 13F gemeldeten Beteiligungen entsprechen. Vanguard bedient das institutionelle Klientel offenbar vielmehr dadurch, dass Kunden mit besonders großen Anlagesummen zu vergünstigten Konditionen in traditionelle Indexfonds investieren können (über sog. institutional shares).¹⁴⁴

Im englischsprachigen Raum werden BlackRock und Vanguard zusammen mit State Street Global Advisors (SSGA) häufig als die Big Three bezeichnet. Der Anteil der von diesen drei Gruppen verwalteten Beteiligungen im S&P 500 ist in den vergangenen zwei Jahrzehnten erheblich und kontinuierlich angestiegen, von zusammen 5,2 % im Jahr 1998 auf 20,5 % im Jahr 2017.¹⁴⁵ Hierzulande spielen SSGA-Beteiligungen laut Datensatz allerdings nicht dieselbe prominente Rolle wie in den USA. Bei einem Ranking aller Investoren (konsolidiert) mit Beteiligungen an allen DAX-Unternehmen belegt SSGA im Jahr 2020 mit einem Mittelwert von 0,58 % lediglich Rang 9. Nicht auszuschließen ist allerdings, dass diese anscheinend weniger prominente Rolle teilweise auf die fehlende Transparenz von Beteiligungen zurückzuführen ist, die SSGA im Wege der individuellen Finanzportfolioverwaltung betreut. Das institutionelle Geschäft spielt im Fall von SSGA offenbar eine nicht unerhebliche Rolle.¹⁴⁶ Auch ist in Daten für US-Emittenten zu beobachten, dass die von SSGA auf Form 13F mitgeteilten Beteiligungen häufig deutlich höher ausfallen als die Summe der Fondsbeteiligungen.

Zu einem gewissen Grad ist jede Gruppierung institutioneller Investoren in die „Großen Drei“, „Aktiven Sechs“,¹⁴⁷ „Problematischen Zwölf“¹⁴⁸ oder sonstigen verheißungsvollen Ganzzahligen eine willkürliche. Rankings nach unterschiedlichen Kriterien und für unterschiedliche Emittentengruppen werden nicht selten unterschiedliche Ergebnisse hervor-

144 Siehe die Übersicht bei <https://investor.vanguard.com/mutual-funds/share-classes>.

145 *Bebchuk/Hirst*, B. U. L. Rev. 99 (2019), 721, 733 f. mit Abbildung 1.

146 Im Jahresbericht von SSGA sind die auf institutionelle Kunden entfallenden assets under management (AuM) nicht explizit ausgewiesen, aus dem Gesamtzusammenhang ergibt sich aber, dass sich das Geschäftsmodell auf ETFs und die Finanzportfolioverwaltung für institutionelle Kunden konzentriert, vgl. State Street Corporation, 2020 Annual Report (2021), Form 10-K S. 72 ff.

147 *Boone/Gillan/Towner*, SSRN 2831550 (2020), 3.

148 *Coates*, Harvard Public Law Working Paper No 19-07 (2019) („The Problem of Twelve“).

bringen. Eine genaue Darstellung, wer wann an wie vielen Emittenten eine wie große Beteiligung gehalten hat, mag aus journalistischer Sicht oder für Zwecke spezieller Fallstudien interessant sein. Für die wissenschaftliche Diskussion hingegen scheinen Statistiken und Abbildungen vorzuzugsfähig, die die Gesamtheit der verfügbaren Beteiligungsdaten berücksichtigen.

Tabelle 2. Übersicht zur Bedeutung ausgewählter Investoren

Investor / X	1	3	5	10	25
BlackRock, Inc.	11	47	67	109	154
Government of Norway (NBIM)	2	26	57	126	165
Deutsche Bank AG (DWS)	4	24	47	93	140
The Vanguard Group, Inc.	0	10	46	122	139
Allianz SE	3	17	41	66	107
Dimensional Fund Advisors LP	1	16	38	97	158
Union Asset Management Holding AG	1	10	23	44	76
The Capital Group Cos., Inc.	4	16	18	30	40
Invesco Ltd.	0	9	14	29	62
Dt. Sparkassen- und Giroverband eV	1	4	13	46	117
FMR LLC (Fidelity)	2	8	13	29	45
Sun Life Financial, Inc. (MFS)	3	9	12	18	28
Rue la Boetie SAS (Amundi)	0	2	10	30	87
BNP Paribas SA	0	4	7	13	53
FIL Ltd. (Fidelity International)	0	2	3	15	35
State Street Corp.	0	1	2	4	57
UBS Group AG	0	0	1	9	87

Diesen Vorbehalt vorausgeschickt und hauptsächlich zur Illustration der Kategorisierungsschwierigkeiten zeigt Tabelle 2 abschließend für eine Auswahl wichtiger und bekannter institutioneller Investoren, in wie vielen Gesellschaften diese jeweils Stand 31.12.2020 CDAX-weit zu den X größten Aktionären gehörten. Die BlackRock-Gruppe war beispielsweise in 47 Gesellschaften unter den drei größten Aktionären, einschließlich der elf Gesellschaften, an denen sie die größte Beteiligung hielt. Der norwegische Staatsfonds ist neben BlackRock und Vanguard der wohl wichtigste institutionelle Investor im deutschen Aktienmarkt. Ob es sinnvoll ist, ihn – statt SSGA – gemeinsam mit BlackRock und Vanguard zu einer Gruppe der „europäischen Großen Drei“ zusammenzufassen, hängt vom Analyse-

ziel ab. NBIM verfolgt eine weitgehend passive Anlagestrategie,¹⁴⁹ die Anreizsituation bei einem Staatsfonds kann aber gleichwohl anders gelagert sein als bei privaten Verwaltern. DWS hat mit Xtrackers ein passives Segment, viele der größeren Beteiligungen der Gruppe sind aber auch durch Beteiligungen aktiv verwalteter Fonds getrieben. Capital Group-Fonds halten teilweise sehr große Beteiligungen an einzelnen DAX- und MDAX-Unternehmen, spielen aber in der Breite des deutschen Markts eine geringere Rolle. Amundi wirkt in der Tabelle unscheinbar, wird in der Finanzpresse aber regelmäßig als der perspektivisch wichtigste europäische Konkurrent von BlackRock gehandelt.¹⁵⁰ Auch allgemein diversifizieren viele Fonds, die nicht dezidiert Indexfonds sind, relativ breit, nicht zuletzt aufgrund rechtlicher Vorgaben zur Reduktion von Klumpenrisiken.¹⁵¹ Der Übergang vom breit streuenden aktiv gemanagten Fonds zum faktisch passiven Fonds (im Englischen auch als „closet index fund“ bezeichnet) verläuft dabei oft fließend.¹⁵²

III. Gewinngewichtsanalyse

Die vorigen beiden Unterabschnitte haben die Beteiligungsstrukturen in erster Linie unter Rückgriff auf bestimmte Kategorien zu charakterisieren versucht (z.B. Ja/Nein-Klassifikation als Indexfonds). Derartige Statistiken

149 Zu den aktiven Elementen („index enhancements“) der Anlagestrategie NBIM, *Investing in equities* (2020), S. 117 ff.

150 Vgl. *Flood*, *Leadership change at Amundi and BlackRock sparks fresh rivalry*, *Financial Times* (online) v. 14.2.2021, <https://www.ft.com/content/ec5b79b1-b946-467d-ae1d-748c4b886eacd>.

151 Für OGAW ist Risikostreuung sogar Definitionsmerkmal, siehe Art. 1 Abs. 2 lit. a OGAW-Richtlinie; zudem gelten strenge Portfoliobeschränkungen, Art. 52 OGAW-Richtlinie.

152 Dokumentiert für die USA bei *Cremers/Petajisto*, *Rev. Fin. Stud.* 22 (2009), 3329, 3340 ff.; beachtenswert auch die Ergebnisse eines jüngeren Arbeitspapiers von *Bjerk Sund/Doskeland/Sjuve/Ørpetveit*, SSRN 3635718 (2022) (geht die Aufsicht gegen als aktive vermarktete Fonds mit höheren Gebühren vor, bei denen es sich de facto um passive Produkte handelt, adaptieren die Fonds tendenziell aktivere Strategien – und die Anleger erzielen schlechtere Nettoerrenditen als zuvor). Zunehmende Verbreitung finden zudem sog. „enhanced index funds“, die im Wesentlichen einen Index nachbilden, aber durch einzelne Über- und Untergewichtungen gleichwohl Überrenditen anstreben; aus empirischer Sicht hierzu *Elton/Gruber/de Souza*, SSRN 3893695 (2021) (nach Kosten keine statistisch signifikanten Unterschiede in der Performance relativ zum jeweiligen Index).

sind anschaulich und leicht nachvollziehbar. Zur Beantwortung einfach gelagerter rechtstatsächlicher Vorfragen wie „Wie viele Beteiligungen werden von Indexfonds/Vermögensverwaltern etc. gehalten?“ reichen sie in der Regel auch völlig aus. Das Rauschen, das dabei durch den Rückgriff auf datenbankseitig bereitgestellte Klassifikationen entsteht, scheint verkräftbar. Schwieriger ist es allerdings, allgemeine Aussagen über die Diversifikation der Beteiligungen einer bestimmten Population von Investoren an einer bestimmten Menge von Emittenten zu treffen. Die Abgrenzung intuitiv motivierter Kategorien (wie z.B. Investoren mit Beteiligungen an 90 % der Emittenten) ist hier stets angreifbar. Zudem lassen derartige Metriken oft einen erheblichen Teil der Beteiligungsinformationen eines Datensatzes ungenutzt (im Beispiel z.B. die Verteilung der Beteiligungen innerhalb des 90 %-Blocks). Weiterhin sind sie in der Regel ökonomisch kaum sinnvoll interpretierbar.

Um diesen Problemen zu begegnen, greift die jüngere wirtschaftswissenschaftliche Forschung zur Beschreibung von Beteiligungsstrukturen innerhalb einer Firmenpopulation vermehrt auf anspruchsvollere Metriken zurück.¹⁵³ Als wichtiges Maß haben sich hier die sog. Gewinngewichte („profit weights“) herauskristallisiert, die häufig mit dem griechischen Buchstaben Kappa (κ) bezeichnet werden.¹⁵⁴ Diese beschreiben die Anreize einer Firma f , die von einer anderen Firma g erzielten Gewinne zu internalisieren. Sie hängen maßgeblich davon ab, in welchem Umfang diversifizierte Eigentümer sowohl an der einen als auch an der anderen Firma beteiligt sind. Gewinngewichte spielen insbesondere in der Forschung zu den antikompetitiven Effekten von Common Ownership eine zentrale

153 Für alternative Ansätze zur Messung von Horizontalverflechtungen siehe etwa *Azar*, A New Look at Oligopoly (2012), S. 51 ff. und *Banal-Estaiñol/Newham/Seldeslachts*, Antitrust Bulletin 66 (2021), 68, 76 ff. (jeweils netzwerktheoretische Analyse, in der Firmen dann als verbunden gelten, wenn sie einen gemeinsamen Eigentümer mit mehr als x %-iger Beteiligung haben); *Antón/Polk*, J. Fin. 69 (2014), 1099, 1104 (Anteil der von gemeinsamen Eigentümern gehaltenen Marktkapitalisierung zweier Firmen); *Gilje/Gormley/Levit*, J. Fin. Econ. 137 (2020), 152, 155 ff. (anspruchsvolles Modell der Zielfunktion der Firmen, das allerdings keine strategische Interaktion zulässt; zu Recht kritisch daher *Schmalz*, Antitrust Bulletin 66 (2021), 12, 29); JRC, Common shareholding in Europe, EUR 30312 EN (2020), Appendix B (ausführliche Besprechung von Methoden zur Analyse dünnbesetzter Matrizen (sog. sparsity measures) und verschiedener netzwerktheoretischer Ansätze).

154 Vgl. *Schmalz*, Antitrust Bulletin 66 (2021), 12, 27.

Rolle.¹⁵⁵ Ihre Bedeutung als eigenständiges empirisches Maß zur Charakterisierung von Beteiligungsstrukturen geht vor allem auf jüngere Arbeiten der Industrieökonominnen *Matthew Backus*, *Christopher Conlon* und *Michael Sinkinson* zurück.¹⁵⁶

Im Folgenden wird das Kappa-Modell in Anlehnung an die Darstellung von *Backus*, *Conlon* und *Sinkinson*¹⁵⁷ zunächst formal erläutert (1). Diese ausführliche Einführung bildet zugleich die Grundlage für die Diskussion der Common Ownership-Theorie im weiteren Verlauf der Untersuchung.¹⁵⁸ Anschließend wird das Konzept der Gewinngewichte auf den deutschen Beteiligungsdatensatz angewandt (2).

1. Kappa-Modell

Die Gewinngewichte leiten sich aus einem simplen, einperiodigen Modell der Zielfunktion einer Firma ab, die mit anderen Firmen interagiert.¹⁵⁹ Innerhalb dieser Periode erzielt jede Firma einen Gewinn π_f , der anteilig an die jeweiligen Eigentümer ausgekehrt wird. Über die Höhe des Gewinns besteht keine Unsicherheit. Im einfachsten Fall, dass eine Firma f nur einen einzigen Eigentümer s hat und eine andere Firma g nur einen einzigen Eigentümer t , würde Firma f ihren Gewinn π_f maximieren und Firma g ihren Gewinn π_g .

Eine zentrale Annahme des Modells ist, dass die Handlungen der Firma f Auswirkungen auf den Gewinn der Firma g haben können (und umgekehrt) und dass den Firmen dies bekannt ist. Im Alleineigentumsfall spielt dies für die Zielfunktion der Firmen keine Rolle. Wären f und g oligopolistische Wettbewerber, würden die Firmen in einem Wettbewerbsmodell strategisch interagieren, aber jeweils ausschließlich ihren eigenen

155 Vgl. *Schmalz*, Ann. Rev. Fin. Econ. 10 (2018), 413, 421 ff. m.w.N.; näher dazu noch unten § 3 D.

156 Insbesondere *Backus/Conlon/Sinkinson*, AEJ:Micro 13 (2021), 273; siehe außerdem *Backus/Conlon/Sinkinson*, Economic Studies at Brookings (2019), 4 ff.; *Backus/Conlon/Sinkinson*, NBER Working Paper No 28350 (2021), 12 ff.

157 *Backus/Conlon/Sinkinson*, AEJ:Micro 13 (2021), 273, 277 ff.

158 Unten § 3 D und § 5 C.III.

159 Das Modell setzt nicht voraus, dass die Unternehmungen in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft betrieben werden. Im Folgenden ist neutral von Firmen, Unternehmensführung und Eigentümern die Rede, und zwar jeweils im ökonomischen und nicht im formal-juristischen Sinn. Englischsprachige Darstellungen sprechen an dieser Stelle von firm, management und owner.

Gewinn maximieren. Auch falls die Firmen f und g jeweils mehr als einen Eigentümer hätten, würde sich nichts ändern, solange kein Eigentümer sowohl an f als auch an g beteiligt wäre.

Was aber, wenn sich die Eigentümerstrukturen überlappen, es also mindestens einen „Common Owner“ gibt, der an beiden Firmen beteiligt ist, und es ggf. weiterhin mehr als zwei Firmen gibt? Das Modell trifft an dieser Stelle die Annahme, dass die Unternehmensführung die gewichteten Portfoliointeressen der Firmeneigentümer maximiert.¹⁶⁰ Jeder Eigentümer erzielt aus jeder Firma, an der er beteiligt ist, einen anteiligen Gewinn im Umfang seiner Beteiligung. Die Unternehmensführung berücksichtigt in ihrer Zielfunktion jeweils auch den Gewinn, den die Eigentümer aus ihren Beteiligungen an anderen Firmen erzielen. Dabei müssen die Interessen der verschiedenen Eigentümer in irgendeiner Form gewichtet werden. In ihrer allgemeinsten Form lässt sich die Zielfunktion Q_f der Firma f hier formulieren als¹⁶¹

$$Q_f = \underbrace{\sum_{\forall s} \gamma_{fs} \beta_{fs} \pi_f}_{\text{Gewinn der Eigentümer aus der betrachteten Firma}} + \underbrace{\sum_{\forall s} \sum_{\forall g} \gamma_{fs} \beta_{gs} \pi_g}_{\text{Gewinn der Eigentümer aus anderen Firmen}}$$

Dabei steht β_{fs} für die Beteiligungsquote des Eigentümers s an der Firma f , deren Zielfunktion betrachtet wird; β_{gs} steht für die Beteiligungsquote desselben Eigentümers an einer anderen Firma g . Der Faktor γ_{fs} steht für das Gewicht, mit dem die Unternehmensführung der Firma f die Vermögensinteressen des s berücksichtigt. Eine gängige Annahme ist, dass dieses Gewicht der Beteiligungsquote entspricht, also $\gamma_{fs} = \beta_{fs}$. Durch andere Spezifikationen von γ_{fs} , etwa durch Potenzierung der Beteiligungsquote ($\gamma_{fs} = \beta_{fs}^\alpha$), ließe sich modellieren, dass die Unternehmensführung die Interessen der Eigentümer mit größeren Beteiligungen überproportional stark ($\alpha > 1$) oder weniger stark ($\alpha < 1$) berücksichtigt.¹⁶²

160 Dieser Ansatz geht zurück auf ein Arbeitspapier von *Rotemberg*, MIT Sloan Working Paper 1554–84 (1984), 8 (siehe dazu auch unten Fn. 581).

161 Nach *Backus/Conlon/Sinkinson*, AEJ:Micro 13 (2021), 273, 278 mit Gleichung A2.

162 *Backus/Conlon/Sinkinson*, AEJ:Micro 13 (2021), 273, 279.

Die Zielfunktion Q_f verhält sich proportional¹⁶³ zu einem leichter interpretierbaren Ausdruck, in dem auch erstmals die hier interessierenden „Kappas“ erscheinen:

$$Q_f \propto \pi_f + \sum_{\forall g} \kappa_{fg} \pi_g, \text{ mit}$$

$$\kappa_{fg} = \frac{\sum_{\forall s} \gamma_{fs} \beta_{gs}}{\sum_{\forall s} \gamma_{fs} \beta_{fs}}.$$

Dabei repräsentiert κ_{fg} das Gewicht, welches dem Gewinn der Firma g in der Zielfunktion der Firma f relativ zum eigenen Gewinn der Firma f zukommt. Ein Kappa von 0,5 beispielsweise lässt sich so interpretieren, dass 100 EUR mehr Gewinn für die Firma g einem Vermögenszuwachs von 50 EUR für die Eigentümer der Firma f entsprechen. Die Zielfunktion der Firma f verhält sich proportional zur Summe aus ihrem eigenen Gewinn und den kappa-gewichteten Gewinnen der anderen Firmen. Im Fall, dass die Interessengewichtung den Beteiligungsquoten entspricht ($\gamma_{fs} = \beta_{fs}$), ist das Kappa ausschließlich eine Funktion dieser Beteiligungsquoten. Es lässt sich dann auch als Quotient von Skalarprodukten der Beteiligungsvektoren¹⁶⁴ ausdrücken:

$$\kappa_{fg} = \frac{\sum_{\forall s} \beta_{fs} \beta_{gs}}{\sum_{\forall s} \beta_{fs}^2} = \frac{\boldsymbol{\beta}_f \cdot \boldsymbol{\beta}_g}{\boldsymbol{\beta}_f \cdot \boldsymbol{\beta}_f}.$$

Für jedes Firmenpaar f und g lassen sich zwei Kappa-Werte berechnen: Das Gewicht, das Firma f für den Gewinn der Firma g ansetzt (κ_{fg}) und das Gewicht, das Firma g für den Gewinn der Firma f ansetzt (κ_{gf}). Die Kappas für zwei Firmen sind nicht zwangsläufig in beide Richtungen identisch. Gewinngewichte lassen sich auch dann berechnen, wenn die

163 Für die nötigen Umformungen siehe *Backus/Conlon/Sinkinson*, AEJ:Micro 13 (2021), 273, 278 mit Gleichung A2.

164 Die Beteiligungsverhältnisse in einer bestimmten Firmenpopulation zu einem bestimmten Zeitpunkt können als Tabelle (in der Sprache der linearen Algebra: einer Matrix) mit den Eigentümern in den Zeilen und den Firmen in den Spalten aufgeschrieben werden. Die Beteiligungsvektoren entsprechen den Spalten dieser Matrix. Wenn ein Eigentümer an einer Firma keine Beteiligung hält, enthält die Matrix und entsprechend auch der Vektor einen Null-Eintrag.

Beteiligungsdaten nicht für 100 % der Anteile an allen Firmen vorliegen. Die nicht bekannten Anteile werden bei der Berechnung der Kappas in der Literatur typischerweise vollständig ignoriert. Dahinter steht die Annahme, dass die nicht transparenten Beteiligungen eine jeweils vernachlässigbare Höhe haben.¹⁶⁵ Für Firmen ohne jegliche Überlappung in den Eigentümerstrukturen ist $\kappa_{fg} = \kappa_{gf} = 0$. Bei Firmen mit identischen Beteiligungsvektoren ist $\kappa_{fg} = \kappa_{gf} = 1$. Entsprechend gewichtet die Firma f auch ihren eigenen Gewinn mit dem Faktor $\kappa_{ff} = 1$.

Eine interessante Eigenschaft der Gewinngewichte ist, dass sie sich mathematisch in das folgende Produkt zerlegen lassen:¹⁶⁶

$$\kappa_{fg} = \cos(\boldsymbol{\beta}_f, \boldsymbol{\beta}_g) \times \sqrt{\frac{IHHI_g}{IHHI_f}}, \text{ mit}$$

$$IHHI_f = \|\boldsymbol{\beta}_f\|^2 = \sum_{\forall s} \beta_{fs}^2.$$

Der erste Faktor ist der Cosinus des von den Beteiligungsvektoren im Raum eingeschlossenen Winkels. Der Cosinus zweier Vektoren ist ein wichtiges Maß für die Ähnlichkeit dieser Vektoren, das auch im Bereich des Machine Learning zum Einsatz kommt.¹⁶⁷ Im vorliegenden Kontext misst er die Ähnlichkeit der Eigentümerschaft zweier Firmen. Falls die Beteiligungsvektoren orthogonal zueinander liegen, ist der Cosinus null. Dies ist dann der Fall, wenn jeder Eigentümer nur an einer Firma beteiligt ist. Falls die Beteiligungsvektoren in die gleiche Richtung zeigen, beträgt der Cosinus eins. Dies ist dann der Fall, wenn das Verhältnis der Beteiligungshöhen in beiden Firmen für jeden Eigentümer identisch ist.¹⁶⁸ Jenseits dieser Extremfälle nimmt der Cosinus der Be-

165 Falls eine Firma f N Eigentümer hat und jeder Eigentümer einen Anteil von $1/N$ hält, geht der Nenner in κ_{fg} mit steigenden N gegen null.

166 Backus/Conlon/Sinkinson, AEJ:Micro 13 (2021), 273, 279 ff.

167 Etwa für Zwecke des natural language processing (Ähnlichkeit von Textdokumenten) oder für Empfehlungssysteme („Kunden kauften auch...“); vgl. Amatriain/Jaimes/Oliver/Pujol, in: Recommender Systems Handbook (2011), S. 41 f.; Han/Kamber/Pei, Data Mining (2012), S. 77 f.

168 Die Höhe der Beteiligungen selbst spielt dabei keine Rolle. Sie wirkt sich bei gleicher Gewichtung der Firmen in den Portfolios der Eigentümer nur auf die Länge der Beteiligungsvektoren aus, nicht aber auf deren Richtung.

teiligungsvektoren einen Wert zwischen null und eins ein. Der Wert ist umso größer, je ähnlicher die Portfolios der Eigentümer strukturiert sind. Höhere Diversifizierungsgrade in den Portfolios der Investoren führen grundsätzlich zu höheren Cosinus-Ähnlichkeiten.

Der zweite Faktor misst die relative Konzentration der Eigentümerschaft der Firmen. Das Akronym IHHI steht für Investor-Herfindahl-Hirschman-Index. Der Herfindahl-Hirschman-Index (HHI) ist ein Konzentrationsmaß, das sich als Summe der quadrierten Werte einer Menge von Prozentwerten berechnet, deren Summe kleiner oder gleich 100 % ist.¹⁶⁹ Der IHHI wendet das Konzept auf die Eigentümerstruktur einer Firma an. Hält ein einziger Eigentümer alle Anteile, hat der IHHI einen Wert von 10.000. Gibt es ausschließlich vernachlässigbar kleine Beteiligungen, geht der Wert gegen null. Der zweite Faktor ist umso kleiner, je konzentrierter die Eigentümerschaft der betrachteten Firma f im Verhältnis zu der anderen Firma g ausfällt. Er fällt insbesondere dann niedrig aus, wenn es bei der Firma f eine große Ankerbeteiligung gibt, nicht aber bei der Firma g . Gewinngewichte können auch größer als eins sein, wenn die Cosinus-Ähnlichkeit nicht allzu niedrig ausfällt und die relative Investorkonzentration hoch ist. Die ökonomische Interpretation eines $\kappa_{fg} > 1$ ist, dass der Gewinn der Firma g für die Firma f wertvoller ist als ihr eigener Gewinn.¹⁷⁰

Tabelle 3 illustriert das Zusammenspiel von Beteiligungsstrukturen, Kappas, Cosinus-Ähnlichkeiten und Investorkonzentrationen am Beispiel einer einfachen hypothetischen Beteiligungsmatrix. Die Einträge in der Kappa-Matrix im zweiten Teil der Tabelle zeigen jeweils das Gewicht, das die Firma in der Spalte hinsichtlich des Gewinns der Firma in der Zeile ansetzt. Interessant sind vor allem die Firmenpaare 1 und 2 sowie 2 und 3.

169 Zur Namensgebung *Hirschman*, Am. Econ. Rev. 54 (1964), 761.

170 *Thomas/Inderst*, World Competition 42 (2019), 551, 561 ff. weisen auf die kontraintuitive Implikation hin, dass bei einem $\kappa_{fg} > 1$ eine Fusion der Firmen im Modell zu einer Verringerung der Internalisierungsanreize führen würde. Ein

$\kappa_{fg} > 1$ impliziert allerdings, dass $\kappa_{gf} < 1$, da $\sqrt{\frac{IHHI_g}{IHHI_f}} = \left(\sqrt{\frac{IHHI_f}{IHHI_g}}\right)^{-1}$ und $\cos(\beta_f, \beta_g) = \cos(\beta_g, \beta_f)$. Das Gewinngewicht kann also vor der Fusion nur für eine der beiden Firma über eins liegen. In diesem Fall wird es für die andere Firma durch die Fusion auf eins ansteigen.

Table 3. Beispiel zu Gewinngewichten, Cosinus-Ähnlichkeiten und relativen IHHIs

		Firma 1	Firma 2	Firma 3
Beteiligungsquoten	Eigentümer 1	100 %	50 %	
	Eigentümer 2		15 %	15 %
	Eigentümer 3		15 %	20 %
Kappas	Firma 1	1	1,69	0
	Firma 2	0,5	1	0,84
	Firma 3	0	0,18	1
Cosinus-Ähnlichkeiten	Firma 1	1	0,92	0
	Firma 2	0,92	1	0,39
	Firma 3	0	0,39	1
Relative IHHIs	Firma 1	1	1,84	4,00
	Firma 2	0,54	1	2,17
	Firma 3	0,25	0,46	1

Aus Sicht der Firma 2 ist der Gewinn der Firma 1 wertvoller als ihr eigener Gewinn, da der Gewinn der Firma 1 von Eigentümer 1 in voller Höhe internalisiert wird. Eigentümer 1 profitiert hingegen nur hälftig vom Gewinn der Firma 2. Dort ist er aber ebenfalls der größte Anteilseigner, sodass Firma 2 verhältnismäßig großes Gewicht auf seine Interessen legt. Die Cosinus-Ähnlichkeit der Beteiligungsvektoren der Firmen 1 und 2 ist hoch, da deren Richtung bei beiden Firmen maßgeblich durch Eigentümer 1 bestimmt wird. Das Gewicht, das Firma 2 für den Gewinn der Firma 3 ansetzt, ist hingegen relativ niedrig. Dies liegt einerseits an der im Vergleich zum Firmenpaar 1 und 2 geringeren Ähnlichkeit der Beteiligungsvektoren: Der mit Abstand größte Eigentümer der Firma 2 ist nicht an Firma 3 beteiligt. Andererseits ist die Eigentümerstruktur der Firma 2 deutlich konzentrierter, sodass die Interessen der Eigentümer 2 und 3 weniger stark als die des Eigentümers 1 gewichtet werden. In Firma 3 kommt den Interessen der Eigentümer 2 und 3 hingegen ein hohes Gewicht zu, da es keinen weiteren größeren Eigentümer gibt. Aufgrund dieser geringen Konzentration ist das Gewicht, das Firma 3 für den Gewinn der Firma 2 ansetzt, relativ groß. Für die Vermögenslage der Eigentümer 2 und 3 spielt es nahezu keine Rolle, ob die Gewinne in Firma 2 oder 3 anfallen. Auf-

grund der Übergewichtung der Firma 3 im Portfolio des Eigentümers 3 ist das Gewinngewicht hier allerdings kleiner als eins.

Das Kappa-Modell trifft stark vereinfachende Annahmen, die ganz offensichtlich nicht der Realität entsprechen. Insbesondere die ad-hoc-Annahme, dass die Unternehmensführung unter Common Ownership die gewichteten Portfoliointeressen ihrer Eigentümer maximiert, ist unter Corporate Governance-Gesichtspunkten höchst diskussionswürdig – hierauf wird später ausführlich zurückzukommen sein.¹⁷¹ Von der rechtsökonomischen und rechtspolitischen Überzeugungskraft des Kappa-Modells zu unterscheiden ist aber sein Wert für die rechtstatsächliche Bestandsaufnahme, also die bloße *Beschreibung* von Beteiligungsstrukturen. Gerade weil das Modell relativ simpel ist und mit großzügigen Annahmen arbeitet, können die Gewinngewichte mit recht geringem Aufwand allein aus den Beteiligungsdaten berechnet werden. Die Kappas zu betrachten, bedeutet dabei nicht, zu unterstellen, dass Emittenten tatsächlich im modellierten Ausmaß gegenseitig Gewinne internalisieren. Es handelt sich vielmehr um einen – nicht notwendigerweise den einzigen oder „richtigen“¹⁷² – Weg, die im Beteiligungsdatensatz enthaltenen Informationen über indirekte horizontale Verflechtungen in einer interpretierbaren Kennzahl zusammenzufassen und dadurch ein tiefgehendes Verständnis für die Beteiligungsstrukturen und ihre Entwicklung im Zeitverlauf zu erlangen.

2. Gewinngewichte im deutschen Aktienmarkt

Die Histogramme in Abbildung 18 zeigen die Verteilung der Gewinngewichte für alle Emittentenpaare (zwei Gewinngewichte pro Paar, ohne In-Sich-Paare) innerhalb der jeweiligen Indizes zum 31.12.2020. Kappas größer als eins wurden zur übersichtlicheren Darstellung auf einen Wert von eins herabgesetzt.¹⁷³ Für die Berechnungen wurden die Beteiligungsdaten auf der konsolidierten Investorenebene genutzt. Auffällig ist zunächst, dass in allen Indizes für zahlreiche Firmenpaare – schon im SDAX sogar die Mehrzahl – die Kappas nahe bei null liegen. Auch mit Blick auf die Ge-

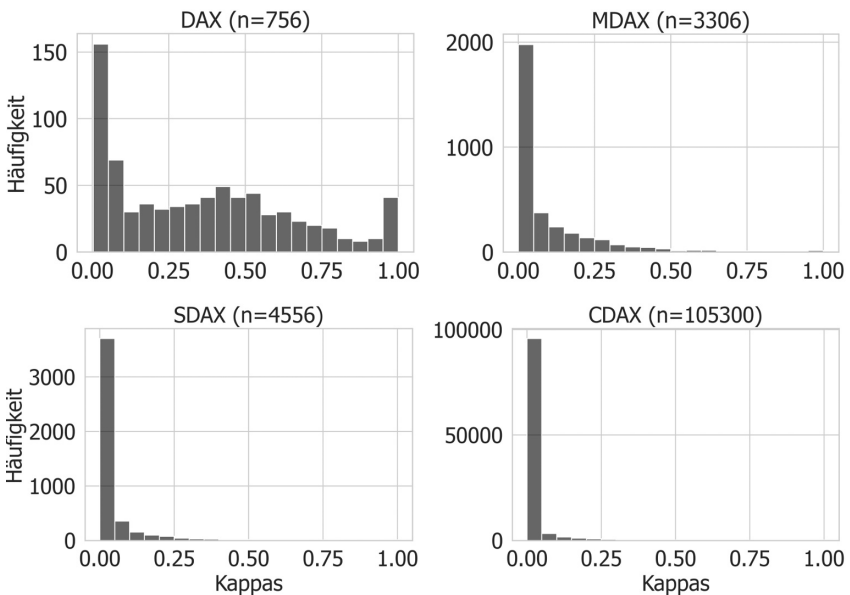
171 Unten § 3 D.I und § 3 D.II.

172 *Schmalz*, Antitrust Bulletin 66 (2021), 12, 27.

173 Bei der Berechnung der Kappas und Cosinus-Ähnlichkeiten wurde auf Fragmente des von *Backus*, *Conlon* und *Sinkinson* bereitgestellten Replikationscodes zurückgegriffen, abrufbar unter [//github.com/chrisconlon/CommonOwnerReplicat](https://github.com/chrisconlon/CommonOwnerReplicat) und [//github.com/chrisconlon/CommonOwnerReplication](https://github.com/chrisconlon/CommonOwnerReplication).

winnengewichte sind zudem wieder deutliche Unterschiede zwischen den Auswahlindizes zu erkennen. Beträgt der Mittelwert (Median) im DAX 0,37 (0,34), sind es im MDAX lediglich 0,10 (0,03) und im SDAX 0,04 (0,01). Gewinngewichte in der Größenordnung 0,3 sind bei Normskalierung in den Histogrammen für den SDAX und den CDAX praktisch unsichtbar. Betrachtet man innerhalb der jeweiligen Indizes nur die Emittenten, bei denen der größte Aktionär weniger als 25 % hält, steigen die Mittelwerte deutlich: im DAX auf 0,53, im MDAX auf 0,23 und im SDAX auf 0,11. Diese Zahlen illustrieren erneut, dass es angesichts der heterogenen Aktionärsstrukturen in Deutschland selbst mit fortgeschrittenen Methoden schwierig ist, allgemeingültige Aussagen über die Beteiligungsstrukturen zu treffen.

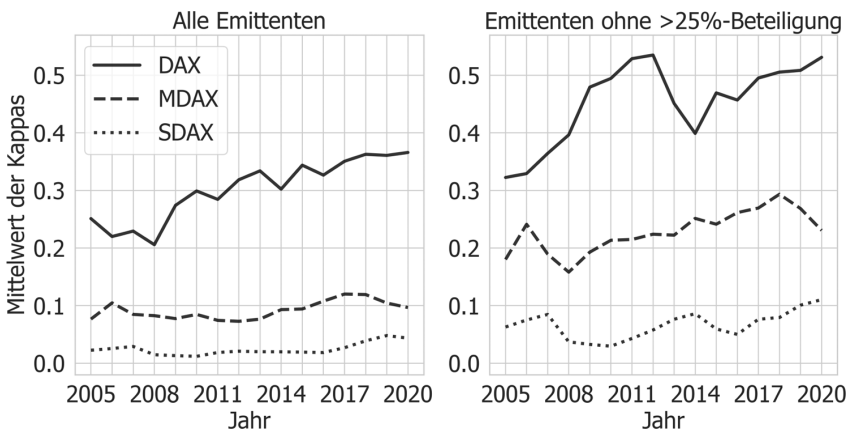
Abbildung 18. Verteilung der Gewinngewichte innerhalb der Indizes (2020, konsolidierte Investorebene)



Die Histogramme zeigen die Verteilung der Gewinngewichte auf Basis der Beteiligungsdaten für das Jahr 2020 (konsolidierte Ebene) für alle Firmenpaare innerhalb des jeweiligen Index (in beide Richtungen). Kappas größer als eins wurden zwecks übersichtlicherer Darstellung auf einen Wert von eins herabgesetzt. Die Eigengewinngewichte bei In-Sich-Paaren ($x_{ff} = 1$) wurden nicht berücksichtigt.

Abbildung 19 zeigt die mittleren Kappas im Zeitverlauf jeweils für alle Emittenten und nur für Emittenten ohne großen Ankeraktionär (mit mehr als 25 %-iger Beteiligung). In allen Fällen ist seit dem Jahr 2005 ein gewisser Aufwärtstrend zu erkennen, wobei die Zeitreihen – auch bedingt durch Veränderungen der Indexzusammensetzungen – teilweise recht volatil ausfallen. Die Abbildungen zeigen insgesamt, dass das Ausmaß von Common Ownership im deutschen Aktienmarkt, gemessen an firmenpaarweisen Gewinnengewichten, in den vergangenen 15 Jahren zugenommen hat. Am deutlichsten hat sich das Niveau der Gewinngewichte im Vergleich zu 2005 im Large-Cap-Segment verschoben, wobei das Ausmaß der Verschiebung leicht hinter dem zurückbleibt, was *Backus, Conlon* und *Sinkinson* über einen ähnlichen Zeitraum hinweg für den S&P 500 beobachtet haben.¹⁷⁴ Zumindest im Small-Cap-Segment ist das Niveau aber nach wie vor vergleichsweise niedrig.

Abbildung 19. Mittlere Gewinngewichte im Zeitverlauf (2005–2020, konsolidierte Investorenebene)



Die Zeitreihen zeigen die Entwicklung der mittleren Gewinngewichte im jeweiligen Index. Im rechten Diagramm wurde die Untersuchungspopulation auf diejenigen Emittenten beschränkt, bei denen im jeweiligen Jahr kein Investor eine Beteiligung von mehr als 25 % hielt. Wie in Abbildung 18 wurden die Eigengewinnengewichte bei In-Sich-Paaren ($\kappa_{ff} = 1$) nicht berücksichtigt.

174 *Backus/Conlon/Sinkinson*, AEJ:Micro 13 (2021), 273, 276 mit Abbildung 1. Siehe auch noch unten § 2 D mit Tabelle 4; siehe auch *Amel-Zadeh/Kasperk/Schmalz*, ECGI Finance Working Paper No 838/2022, 14 f. mit Abbildung 4.

Wie passt der Anstieg der Kappa-Werte zu der Beobachtung aus Abbildung 5, dass sich die kombinierte Beteiligung des stark diversifizierten Blocks von institutionellen Investoren über die Jahre hinweg kaum verändert hat? Eine Antwort auf diese Frage gibt die oben erläuterte Zerlegung des Kappa-Maßes. Abbildung 20 zeigt für die jeweiligen Indizes die Entwicklung der Cosinus-Ähnlichkeiten sowie der relativen Investorkonzentrationen (jeweils Mittelwert über alle Emittentenpaare). Dabei zeigt sich, dass der Anstieg der Kappas jeweils maßgeblich auf einen Aufwärtstrend bei den Cosinus-Ähnlichkeiten zurückzuführen ist.¹⁷⁵ Die Struktur des Aktionariats der einzelnen Emittenten wird also zunehmend ähnlicher. Die mittlere relative Investorkonzentration ist über den Betrachtungszeitraum hingegen in etwa stabil geblieben.

Die Intuition hinter der durch die Zeitreihen beschriebenen Entwicklung lässt sich anhand eines stilisierten Beispiels illustrieren.¹⁷⁶ Angenommen, zwei Emittenten 1 und 2 haben zu den Zeitpunkten $t=0$ und $t=1$ jeweils zwei Investoren.¹⁷⁷ Investor 1 hält in $t=0$ an Emittent 1 eine Beteiligung von 1 % und an Emittent 2 eine Beteiligung von 3 %, während Investor 2 spiegelbildlich 3 % und 1 % hält. Das übrige Stammaktienkapital entfällt auf infinitesimalen Streubesitz. In $t=1$ hält nun Investor 1 an beiden Emittenten 3 % und Investor 2 jeweils 1 %. Das kombinierte Portfolio der beiden Investoren ist in $t=0$ und $t=1$ gleich, zusammengenommen halten sie jeweils 4 %. Weder die absoluten Investorkonzentrationen noch das relative Verhältnis dieser Konzentrationen haben sich geändert, in den Beteiligungsvektoren der Emittenten steht jeweils ein Investor mit 3 %-iger und einer mit 1 %-iger Beteiligung. Die Cosinus-Ähnlichkeiten haben sich hingegen erhöht. Geometrisch gesprochen ist der von den Beteiligungsvektoren eingeschlossene Winkel kleiner geworden, wie in Abbildung 21 skizziert. Er beträgt nun genau null. Unter Annahme der Kappa-Zielfunktion erhöhen sich dadurch die Anreize zur Internalisierung der Gewinne der jeweils anderen Gesellschaft deutlich. Dies liegt daran,

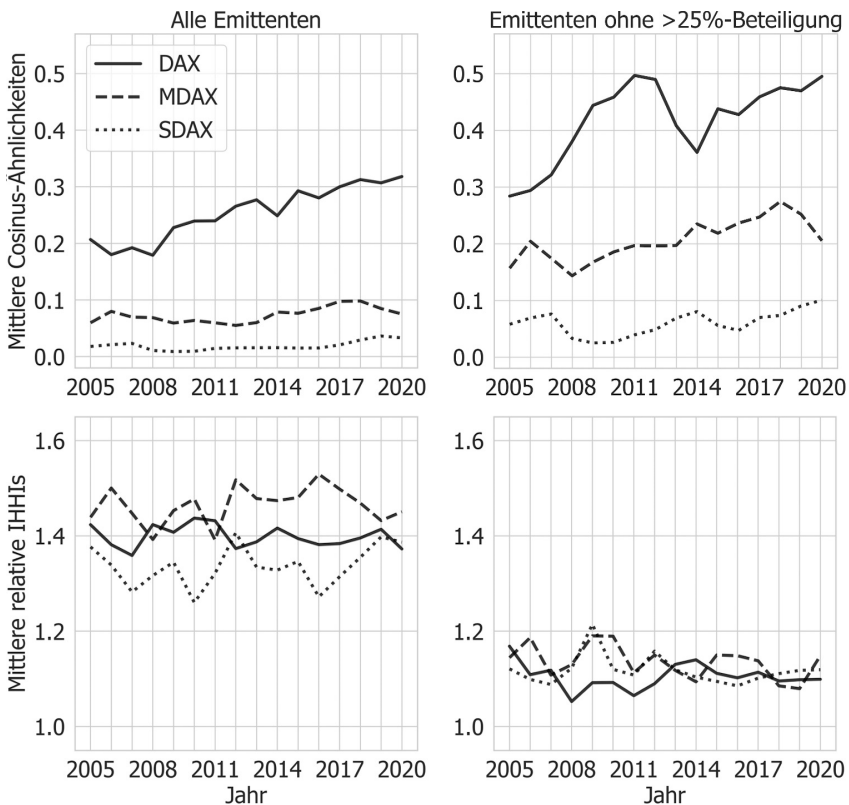
175 In diesem Zusammenhang ist auch zu beachten, dass sich eine absolute Änderung der Cosinus-Ähnlichkeit deutlich stärker auf die berechneten Kappas auswirkt als eine absolut ebenso große Änderung der relativen Investorkonzentrationen. Entscheidend ist jeweils die Entwicklung relativ zum Vorniveau.

176 Zur Klarstellung: Die Entwicklung, die sich in den Beteiligungsdaten zeigt, ist weit weniger extrem als in dem stilisierten Beispiel. Das Beispiel soll lediglich illustrieren, wie die Ergebnisse des vorliegenden Unterabschnitts konzeptionell zu den Ergebnissen der vorigen Unterabschnitte passen.

177 Es spielt für Zwecke des Beispiels keine Rolle, ob die Investoren in $t=0$ und $t=1$ dieselben sind.

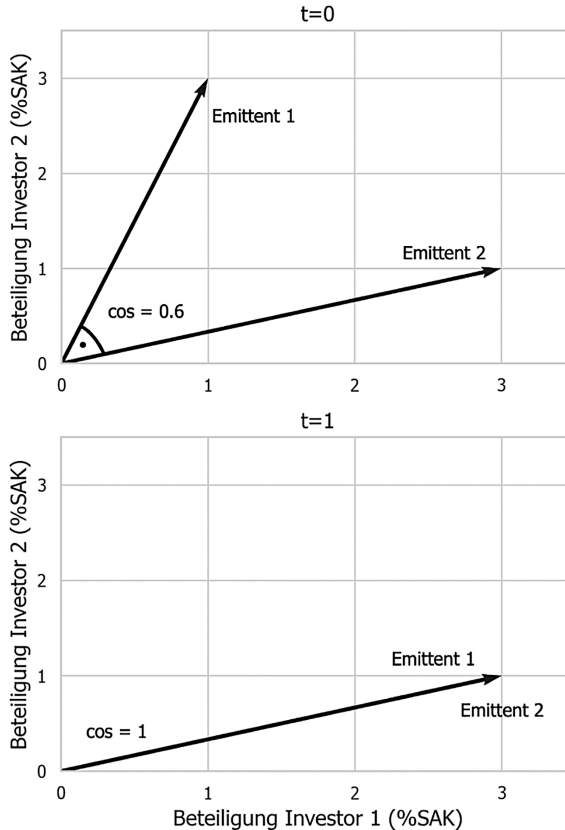
dass im Zeitpunkt $t=0$ der Investor 1 Gewinne des Emittenten 2 bevorzugt, während Investor 2 Gewinne des Emittenten 1 bevorzugt. Im Zeitpunkt $t=1$ sind sowohl Investor 1 als auch Investor 2 indifferent, bei welchem Emittenten die Gewinne anfallen.

Abbildung 20. Mittlere Cosinus-Ähnlichkeiten und relative Investorkonzentrationen im Zeitverlauf (2005–2020, konsolidierte Investorebene)



Die Zeitreihen zeigen die Entwicklung der mittleren Cosinus-Ähnlichkeiten (oben) und mittleren relativen Investorkonzentrationen (IHHIs) (unten) im jeweiligen Index. Im rechten Diagramm wurde die Untersuchungspopulation auf diejenigen Emittenten beschränkt, bei denen im jeweiligen Jahr kein Investor eine Beteiligung von mehr als 25 % hielt. In-Sich-Paare ($\kappa_{ff} = 1$) wurden nicht berücksichtigt.

Abbildung 21. Illustration zur Änderung der Cosinus-Ähnlichkeiten



Die Diagramme zeigen die Beteiligungsvektoren der Emittenten 1 und 2 aus dem im Text beschriebenen Beispiel. Im linken Diagramm ($t=0$) zeigen die Beteiligungsvektoren in unterschiedliche Richtungen. Der von ihnen eingeschlossene Winkel ist positiv. Im rechten Diagramm sind die Beteiligungsvektoren für beide Emittenten identisch. Sie liegen daher aufeinander; der von ihnen eingeschlossene Winkel beträgt null.

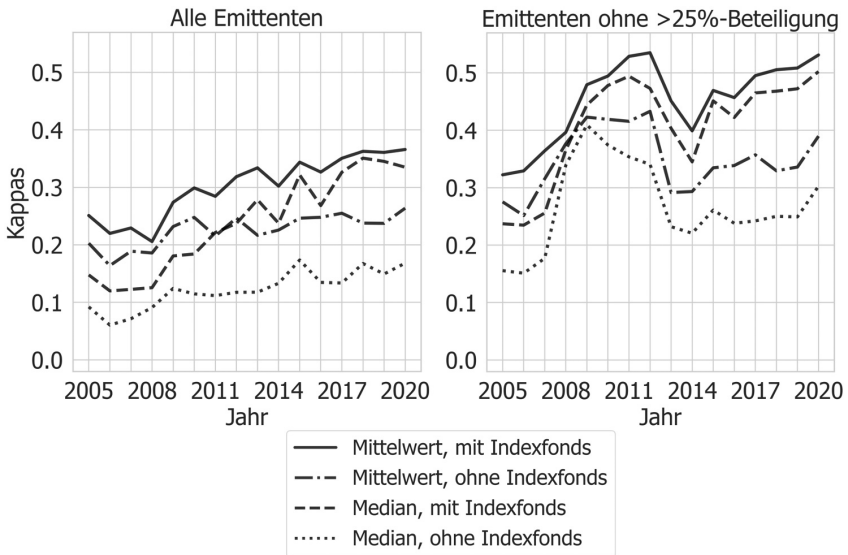
Abbildung 22 zeigt abschließend, wie stark die für den DAX berechneten Gewinngewichte im Zeitverlauf von den Beteiligungen der Indexfonds abhängen. Zu diesem Zweck wurden die Kappas erneut auf Basis einer kontrafaktischen Beteiligungsmatrix unter Ausschluss aller Index-

fonds-Beteiligungen berechnet.¹⁷⁸ Der in Abbildung 19 beobachtete Anstieg der mittleren Kappas geht dabei zurück, verschwindet aber nicht vollständig. Die Differenz zwischen tatsächlichen und hypothetischen Gewinngewichten fällt im Median deutlich größer aus als im Mittel. Dies zeigt, dass die Kappas in ihrer Gesamtheit von den Indexfonds-Beteiligungen abhängen und nicht nur in den besonders hohen Werten. Zu beachten ist weiterhin, dass die durchschnittlichen Gewinngewichte auch bei der kontrafaktischen Berechnungsweise keineswegs bei null liegen. Zurückzuführen ist dies auf die mehr oder weniger stark diversifizierten Beteiligungen anderer Investoren. Abbildung 22 zeigt somit einerseits, dass der Bedeutungsgewinn der indexbasierten Geldanlage zweifellos einen Beitrag zur indirekten Horizontalverflechtung börsennotierter Gesellschaften leistet. Common Ownership hängt aber umgekehrt auch nicht untrennbar mit der passiven Geldanlage zusammen. Nicht ganz unerhebliche Gewinngewichte können sich auch infolge weniger strikter Diversifikation ergeben. Insoweit ist die Verbreitung gewisser indirekter Verflechtungen auch keineswegs ein völlig neues Phänomen.¹⁷⁹

178 Inspiriert durch die Analysen von *Backus/Conlon/Sinkinson*, *AEJ:Micro* 13 (2021), 273, 296 f. mit Abbildung 12, die die Abhängigkeit der Gewinngewichte von BlackRock- und Vanguard-Beteiligungen untersuchen; zu den Auswirkungen einer hypothetischen „Aufspaltung“ der großen passiven Verwalter noch unten § 5 C.III.

179 Siehe auch die Analyse bei *Backus/Conlon/Sinkinson*, *AEJ:Micro* 13 (2021), 273, 289 f. („contrasts what appears to be the developing narrative that common ownership is largely a function of rising investor concentration particularly among the Big Three“).

Abbildung 22. DAX-Gewinngewichte mit und ohne Indexfonds-Beteiligungen (2005–2020, konsolidierte Investorenebene)



Die Zeitreihen „Mittelwert, mit Indexfonds“ entsprechen den Zeitreihen aus Abbildung 19. Die Zeitreihen „Median, mit Indexfonds“ beruhen auf denselben Daten, zeigen aber statt der Entwicklung der Mittelwerte zum Vergleich die Entwicklung der Mediane. Für die Zeitreihen „ohne Indexfonds“ wurden die Kappas auf Basis eines kontrafaktischen Beteiligungsdatensatzes berechnet. Hierzu wurden zunächst für jedes Jahr die konsolidierten Indexfonds-Beteiligungen wie für Abbildung 16 Panel B berechnet. Diese wurden sodann in den Beteiligungsdaten auf der konsolidierten Investorenebene von den dort verzeichneten Beteiligungshöhen der einschlägigen Verwalter in Abzug gebracht.

D. Internationaler Vergleich

Nachdem Abschnitt C ausführlich die Beteiligungsstrukturen im deutschen Aktienmarkt unter die Lupe genommen hat, soll zum Abschluss eine internationale Perspektive eingenommen werden. Da die rechtspolitische Leitfrage der Untersuchung bislang vornehmlich im US-amerikanischen Raum unter dem Eindruck der dortigen Marktverhältnisse diskutiert wird, ist es insbesondere wichtig, die für den deutschen Markt gefundenen Rechtstatsachen ins Verhältnis zu denjenigen für die USA zu setzen. Daneben soll bei dieser Gelegenheit auch ein kurzer Blick auf die Beteiligungsverhältnisse im europäischen Raum geworfen werden. Die europäi-

sche Perspektive darf insbesondere deshalb nicht aus den Augen verloren werden, weil das nationale Recht in den relevanten Bereichen weitgehend durch das supranationale Recht determiniert wird.

Statt alle Abbildungen aus Abschnitt C für weitere Indizes zu replizieren, fasst Tabelle 4 die Ergebnisse der Datenauswertung zum 31.12.2020 in einer Übersicht der wichtigsten Metriken zusammen und stellt ihnen zum Vergleich die entsprechenden Zahlen für die US-amerikanischen Indizes S&P 500 (SP500), Russell 1000 (R1000) und Russell 2000 (R2000) sowie die europäischen Auswahlindizes EuroStoxx 50 (ES50) und Stoxx Europe 600 (SE600) gegenüber. Der S&P 500 bildet das Large-Cap-Segment ab und ist nach mittlerer und medianer Marktkapitalisierung – ungeachtet der extremen Werte am oberen Ende (Apple, Amazon, Tesla etc.) – in etwa mit dem DAX vergleichbar. Der Russell 1000 enthält grob gesprochen die tausend größten US-Aktienemittenten und bildet sowohl das Large- als auch weite Teile des Mid-Cap-Segments ab. Der Russell 2000 enthält die nach Marktkapitalisierung nächsten 2000 größten Emittenten und bildet damit einen Großteil des übrigen Aktienmarktes ab.¹⁸⁰ Der EuroStoxx 50 enthält die 50 größten Emittenten der Eurozone, der Stoxx Europe 600 die 600 größten Emittenten im europäischen Raum (einschließlich UK und Schweiz und einschließlich der Konstituenten des EuroStoxx 50).

Die Beteiligungsdaten stammen wie im vorigen Abschnitt aus der FactSet-Datenbank. Ausländische Emittenten mit Dual- oder Multi-Class-Strukturen und deutsche Emittenten, die in europäischen Indizes mit Vorzugsaktien vertreten sind, wurden ausgeschlossen.¹⁸¹ Eventuell höhere BlackRock-Beteiligungen im europäischen Raum wurden manuell unter Rückgriff auf die BaFin-Stimmrechtsdatenbank, die Bloomberg-Datenbank, Jahresabschlüsse und öffentliche Register recherchiert.¹⁸² Für die US-Indizes wurde auf diese Übung verzichtet, da die 13F-Formulare der BlackRock-Gruppe nicht auf konsolidierter Ebene, sondern auf Ebene der auch in FactSet verzeichneten Tochtergesellschaften veröffentlicht werden. Die Indexzusammensetzungen zum 31.12.2020 stammen für die Russell-

180 Ausführlich zur Konstruktion der Russell-Indizes und ihrer Bedeutung für die empirische Forschung unten § 3 C.IV.2.

181 Der Ausschluss erfolgte auf Basis des Namens des Wertpapiers laut FactSet, wenn dieser die Zeichenfolgen „Class“ oder „Pref“ enthielt.

182 Für einzelne Firmenjahre war die Anzahl der von BlackRock, Inc. laut Bloomberg gehaltenen Aktien – vor allem im Vergleich zu Vorperioden – ungewöhnlich hoch. Sämtliche Beteiligungen über 8 % wurden daher aufgrund manueller Recherche verifiziert und ggf. korrigiert. Manuell recherchiert wurden ferner aus anderen Gründen fehlende Werte.

Indizes aus der Bloomberg-Datenbank (Identifikation in FactSet mittels ISIN) und im Übrigen aus der FactSet-Datenbank.

Auffällig ist zunächst, dass die mittlere Summe der in der Datenbank verzeichneten Beteiligungen ($\sum\%SAK$) für US-Emittenten trotz der geringeren Verbreitung großer Ankerbeteiligungen deutlich höher ist als für deutsche und europäische Emittenten. Diese hohe Abdeckung könnte teilweise auf Mehrfachzählungen zurückzuführen sein, die in der 13F-Transparenz angelegt sind. In nicht wenigen Fällen – im Fall des Russell 2000 sogar bei rund 20 % der Emittenten – beträgt die Summe der erfassten Beteiligungen auch mehr als 100 %.¹⁸³ Bei Durchsicht der Daten schien nicht ohne Weiteres offensichtlich, auf welche Einträge dieses Phänomen zurückzuführen ist, was die These der Mehrfachzählungen unterstützt. Trotz der strukturellen Unterschiede in der Beteiligungstransparenz dürften die Unterschiede zu den deutschen und europäischen Zahlen aber auch keineswegs ausschließlich durch Doppelzählungen zu erklären sein: So zeigen sich selbst bei der Summe der Fondsbeteiligungen deutliche Unterschiede. Die diesen Daten zugrundeliegenden Transparenzvorschriften sind aber grundsätzlich dieselben. Zudem scheint hier auch die Gefahr von Mehrfachzählungen deutlich geringer.

Bei den einzelnen Metriken zeigt sich, dass die für den DAX und den MDAX berechneten Werte im Großen und Ganzen denen für den breiteren europäischen Markt ähneln. So liegt die mittlere Beteiligungsquote von Indexfonds im EuroStoxx 50 mit 9,4 % in etwa auf DAX-Niveau (9,9 %), auch die mittleren Gewinngewichte befinden sich in einer ähnlichen Größenordnung (0,33 versus 0,37). Für den Stoxx Europe 600 lassen sich leicht höhere Werte als für den MDAX beobachten. Dies ist einerseits darauf zurückzuführen, dass der Stoxx Europe 600 auch das Large-Cap-Segment umfasst, und andererseits darauf, dass der Stoxx Europe 600 auch UK-Emittenten umfasst, bei denen Ankerbeteiligungen eine geringere Rolle spielen als im kontinentaleuropäischen Raum. Im Lichte dieser Vergleichswerte spricht wenig dagegen, die rechtspolitische Diskussion über den Umgang mit den passiven Verwaltern auf der europäischen Ebene zu führen und etwaige Reformempfehlungen mit Blick auf das supranationa-

183 Auf eine Sonderbehandlung oder einen Ausschluss der entsprechenden Emittenten wurde verzichtet. Zum einen lag die $\sum\%SAK$ in den meisten Fällen nur knapp über 100 %. Zum anderen zeigte eine gesonderte Berechnung, dass sich die in Tabelle 4 angegebenen Werte für den Russell 2000 nur geringfügig ändern, wenn z.B. die Beteiligungen an Emittenten mit $\sum\%SAK > 100\%$ so herunterskaliert werden, dass die Summe genau 100 % ergibt.

le Recht zu formulieren. Jedenfalls kann solchen Vorschlägen schwerlich entgegengehalten werden, dass sie nur durch partikuläre rechtstatsächliche Beobachtungen in einem einzigen Mitgliedstaat veranlasst wären.

Ganz gravierende Unterschiede zeigen sich hingegen im Vergleich mit den USA. Im Large-Cap-Segment fallen praktisch alle Metriken zur Messung passiven und diversifizierten Beteiligungsbesitzes deutlich höher aus, von den Beteiligungen des 90 %-Blocks über die Beteiligungsquote der Indexfonds über die Bedeutung der Big Three hin zu den Kappas. Die mittlere Beteiligungsquote der Indexfonds fällt für den S&P 500 mit etwa 20,8 % mehr als doppelt so hoch aus wie im DAX. Bei den Kappas springt auch die unterschiedliche Verteilung ins Auge: Gewinngewichte nahe null kommen im S&P 500 praktisch nicht vor, das 10 %-Perzentil ist mit einem Wert 0,37 größer als der Median im DAX mit einem Wert von 0,34. Die Unterschiede bei den Kappas sind teilweise, aber keineswegs vollständig, durch die geringere Verbreitung von Ankerbeteiligungen getrieben. Einschränkend sollte insoweit aber beachtet werden, dass es sich bei den hier außen vor gelassenen Emittenten mit Dual Class-Strukturen meist ebenfalls um kontrollierte Gesellschaften handelt.

Mindestens ebenso beachtlich wie die Unterschiede im Large-Cap-Bereich sind diejenigen im Mid- und Small-Cap-Bereich. Das Gefälle in den Beteiligungsstrukturen fällt hier in den USA deutlich flacher aus als in Deutschland und Europa. Passiv verwaltete Beteiligungen durchziehen nahezu den gesamten US-amerikanischen Aktienmarkt. Die Beteiligungen der Big Three sind hier ebenfalls äußerst umfangreich. Die mittlere Beteiligungsquote der Indexfonds im Russell 2000, der von der Marktkapitalisierung der Konstituenten her in etwa mit dem SDAX vergleichbar ist, fällt mit 17,1 % immer noch drastisch höher aus als bei allen deutschen und europäischen Indizes und bleibt nur unwesentlich hinter derjenigen für den S&P 500 zurück. Bei den Kappas lassen sich größere Unterschiede vom S&P 500 hin zum Russell 2000 beobachten, insbesondere bei Außerachtlassung der Indexfonds-Beteiligungen. Die absoluten Kappas auf Basis der vollständigen Beteiligungsmatrix liegen hier aber immer noch auf DAX-Niveau.

Aufmerksamkeit verdient weiterhin die Asymmetrie, die sich bei der Herkunft der Vermögensverwalter- und Indexfonds-Beteiligungen beobachten lässt. US-amerikanische Beteiligungen im deutschen und europäischen Markt spielen eine deutlich größere Rolle als umgekehrt. Besonders drastisch fällt diese Asymmetrie gerade bei den Indexfonds aus: Während hierzulande etwa die Hälfte der von diesen Fonds gehaltenen Beteiligungen auf US-Fonds entfällt, handelt es sich in den US-Indizes ganz überwie-

gend um „heimische“ Beteiligungen, wobei die aus US-Sicht ausländischen Beteiligungen überwiegend auf das UK und nicht auf die EU entfallen.

Tabelle 4 illustriert somit anhand zahlreicher Beispiele, dass Berichte über Beteiligungsverhältnisse und -dynamiken in den USA nicht unbesehen für den Rest der Welt generalisiert werden dürfen. Dies gilt nicht nur mit Blick auf die wohlbekannten Unterschiede bei der Verbreitung von Ankerbeteiligungen, sondern auch für die Struktur des institutionellen Aktionariats (einschließlich der relativen Bedeutung passiver Vermögensverwalter), für die Bedeutung grenzüberschreitender Beteiligungen und für die Extrapolierbarkeit der Beteiligungsstrukturen im Leitindex auf den Rest des Marktes. Zu einem gewissen Grad dürften die aus Tabelle 4 ersichtlichen Differenzen zwar auch durch die unterschiedlichen Beteiligungstransparenzbestimmungen getrieben sein, die zu einer Verzerrung in gegenläufige Richtungen führen: Mangels 13F-Transparenz fallen bestimmte institutionelle Beteiligungen in Deutschland und der EU unter das Radar, umgekehrt führt die 13F-Transparenz offenbar bisweilen zu Doppelt- und Mehrfachzählungen. Jedenfalls die mittlere Beteiligungsquote der Indexfonds dürfte sich aber als weitgehend robust gegenüber diesem Einwand erweisen. Gerade hier fallen die Unterschiede indes besonders gravierend aus, vor allem, wenn man über den Leitindex hinausblickt. Im Lichte dieser Beobachtungen liegt auf der Hand, dass den Auswirkungen des Bedeutungsgewinns der passiven Kapitalanlage auf die Corporate Governance jedenfalls nach gegenwärtigem Stand hierzulande nicht dieselbe rechtspolitische Brisanz zukommt wie in den USA. Mit entsprechender Zurückhaltung sollten daher auch die besonders weitreichenden Reformideen aus dem US-amerikanischen Diskurs rezipiert werden.¹⁸⁴

184 Dazu noch unten § 5 C.

Tabelle 4. Ausgewählte Metriken im internationalen Vergleich

Allgemeines	S&P500	R1000	R2000	ES50	SX600	DAX	MDAX	SDAX	CDAX
Emittenten	462	874	1831	45	528	28	58	68	325
Marktkapitalisierung – Mittelwert	50 710	30 170	1 194	66 516	18 571	43 873	8 561	1 838	5 501
Marktkapitalisierung – Median	20 856	10 497	690	55 995	9 206	30 137	5 554	1 244	616
Ø %SAK – konsolidiert	86,2	90,0	85,2	53,7	68,1	56,4	68,7	69,9	69,8
Ø %SAK – Fonds	46,1	46,1	35,2	32,6	34,5	35,9	31,1	24,3	17,2
Mittlere Beteiligung (% SAK)									
90 %-Block	62,6	52,0	27,0	29,5	22,6	31,0	15,8	6,8	0,0
Vermögensverwalter – gesamt	76,5	77,0	65,6	31,2	39,0	35,6	32,5	27,9	19,4
EU	2,3	1,9	0,8	8,9	8,0	11,1	12,0	13,7	9,8
UK	5,0	4,2	1,6	6,2	13,1	7,0	7,5	5,1	3,4
USA	65,0	67,2	61,5	13,9	13,8	15,1	11,0	7,1	5,1
Andere	4,2	3,7	1,7	2,2	4,1	2,5	1,9	2,0	1,1
Indexfonds – gesamt	20,8	19,1	17,1	9,4	7,9	9,9	6,3	2,8	2,4
EU	0,4	0,2	0,1	2,3	1,0	2,2	1,4	0,2	0,4
UK	1,0	0,7	0,3	1,8	1,9	1,8	1,0	0,4	0,4
USA	19,0	17,8	16,5	4,8	4,4	5,3	3,6	2,2	1,4
Andere	0,5	0,3	0,1	0,6	0,7	0,6	0,3	0,1	0,1
BlackRock-Gruppe	7,6	7,6	8,9	5,0	4,4	5,6	3,0	1,1	2,4
Vanguard-Gruppe	9,7	9,1	6,2	2,5	2,5	2,7	2,0	1,2	1,5

Tabelle 4. (Fortsetzung) – Ausgewählte Metriken im internationalen Vergleich

Größter Aktionär (% Index)	S&P500	R1000	R2000	ES50	SX600	DAX	MDAX	SDAX	CDAX
Hält > 25 % SAK	2,4	6,1	13,5	24,4	29,0	25,0	50,0	57,4	64,9
BlackRock-Gruppe	7,4	11,1	38,9	28,9	19,3	35,7	1,7	0,0	3,4
Vanguard-Gruppe	63,6	47,6	3,7	2,2	0,6	3,6	0,0	0,0	0,0
Gewinngewichts-Analyse									
Mittelwerte									
Kappa – alle	0,67	0,55	0,35	0,33	0,19	0,37	0,10	0,04	0,02
Kappa – ex K. mit Bet. > 25 %	0,69	0,60	0,43	0,47	0,30	0,53	0,23	0,11	0,10
Kappa – ex Indexfonds	0,43	0,32	0,13	0,26	0,14	0,26	0,12	0,05	0,03
Cosinus-Ähnlichkeit	0,65	0,53	0,32	0,28	0,16	0,32	0,08	0,03	0,02
Relativer IHHI	1,04	1,10	1,15	1,36	1,40	1,37	1,45	1,39	1,49
Verteilungsmaße									
Kappa 10 % Perzentil	0,37	0,15	0,04	0,01	0,01	0,02	0,00	0,00	0,00
Kappa Median	0,67	0,56	0,28	0,25	0,11	0,34	0,03	0,01	0,00
Paare mit Kappa < 0,05 (%)	0,6	4,6	12,8	23,0	35,1	19,0	59,6	81,3	90,9
Paare mit Kappa > 1 (%)	8,8	4,7	2,8	2,9	1,2	4,2	0,3	0,2	0,1

E. Zusammenfassung zu § 2

Ziel des Kapitels war es, mittels eigener rechtstatsächlicher Auswertungen in Erfahrung zu bringen, inwiefern sich der Bedeutungsgewinn der passiven Kapitalanlage in den Beteiligungsstrukturen börsennotierter Gesellschaften niederschlägt. Schwerpunktmäßig wurde der deutsche Aktienmarkt betrachtet. Die Ergebnisse wurden aber auch ins Verhältnis zu entsprechenden Auswertungen für die USA und den europäischen Raum gesetzt.

Zunächst wurden die Primär- und Sekundärquellen ergründet, aus denen sich Beteiligungsdaten für Publikumsgesellschaften speisen lassen. Dabei hat sich gezeigt, dass umfangreiche Datensätze für die Aktionärsstrukturen börsennotierter Gesellschaften aus einem Flickenteppich unterschiedlicher inländischer und ausländischer Offenlegungen rekonstruiert werden müssen. Sowohl in der europäischen Union als auch in den USA müssen Publikumsfonds in regelmäßigen Abständen ihren gesamten Portfoliobestand offenlegen. Diese Offenlegungen stellen die praktisch wichtigste Primärquelle institutioneller Beteiligungsdaten für deutsche und europäische Emittenten dar. Sie werden ergänzt durch die wertpapierhandelsrechtlichen Stimmrechtsmitteilungen und freiwillige Portfoliooffenlegungen wie etwa die des norwegischen Staatsfonds. Andere institutionelle Beteiligungen als diejenigen der Publikumsfonds sind unterhalb der Meldeschwellen weitgehend intransparent. Hierzu rechnen insbesondere die Beteiligungen, die Vermögensverwalter für andere institutionelle Investoren im Wege der individuellen Finanzportfolioverwaltung verwalten.

In den USA gibt es mit der 13F-Transparenz seit über 40 Jahren eine weitere, praktisch äußerst bedeutsame Primärquelle für Beteiligungsdaten. Auf dem Form 13F müssen größere institutionelle Investoren vierteljährlich nahezu ihre gesamten Beteiligungen an US-Emittenten offenlegen, unabhängig davon, ob sie die Aktien auf eigene Rechnung halten oder für fremde Rechnung verwalten. Eine vergleichbare Verpflichtung gibt es weder im deutschen noch im europäischen Recht. Auch in den USA leidet die institutionelle Beteiligungstransparenz aber an gewissen Problemen. Aufgrund des weiten Anwendungsbereichs kann es innerhalb des 13F-Rahmenwerks zu Mehrfachzählungen kommen, die sich ex post kaum herausrechnen lassen. Weiterhin scheinen die prinzipienartigen Zurechnungsregeln etwas unscharf und die hoheitlichen Durchsetzungsmechanismen eher schwach.

Praktisch wird die Beteiligungsstrukturanalyse weiter dadurch verkompliziert, dass hierzu Tausende von Datenpunkten aus verschiedenartigen

Quellen zusammengetragen werden müssen. Statt auf die Primärquellen greifen Forscher regelmäßig auf professionelle Datenbanken als Sekundärquellen zurück. Diese Datenbanken geben den theoretisch öffentlich verfügbaren Informationsstand nicht notwendigerweise vollständig und fehlerfrei wieder. Dadurch kann es zu zusätzlichen Messfehlern kommen. Die vorliegende Analyse nutzt hauptsächlich die Ownership-Datenbank des Anbieters FactSet. Diese findet auch in der internationalen empirischen Finanzmarktforschung regelmäßige Verwendung.

Die Auswertung der Beteiligungsstrukturen im deutschen Aktienmarkt von 2005 bis 2020 auf Basis der FactSet-Datenbank zeigte, dass diversifizierte Beteiligungen institutioneller Investoren – insbesondere in den Händen der Vermögensverwalter – schon zu Beginn des Betrachtungszeitraums eine wichtige Rolle in der Aktionärslandschaft gespielt haben. Diese kommt ihnen auch noch heute zu. Strukturelle Verschiebungen lassen sich vor allem innerhalb des institutionellen Blocks beobachten. So haben im Betrachtungszeitraum namentlich die Beteiligungen der Indexfonds zugenommen. Bei den DAX-Gesellschaften hielten solche Fonds Ende 2020 im Mittel knapp 10 % des Stammaktienkapitals. Diese Entwicklungen gehen einher mit einem Bedeutungszuwachs der passiven Vermögensverwalter und einer Zunahme ausländischer, insbesondere US-amerikanischer Beteiligungen. Der US-Anteil ist gerade innerhalb der Indexfonds-Beteiligungen besonders hoch, im Mittel beträgt er hier mehr als 50 %.

Die zunehmende Bedeutung von Indexfonds spiegelt sich auch in einem Anstieg der mittleren Gewinngewichte (Kappas) wider. Dabei handelt es sich um ein modelltheoretisch motiviertes Maß zur Messung der indirekten Verflechtung von Firmen über gemeinsame Eigentümer. Das Modell unterstellt, dass Firmen nicht ihren eigenen Gewinn, sondern das beteiligungsgewichtete Portfoliointeresse ihrer jeweiligen Eigentümer maximieren (Kappa-Zielfunktion). Das Kappa quantifiziert dann die Anreize einer Firma f , die Gewinne einer anderen Firma g zu internalisieren. Im DAX lag das mittlere Kappa laut Datensatz im Jahr 2020 bei 0,37. Für das mittlere (direktionale) Firmenpaar hatte der Gewinn der Firma g in der Kappa-Modellwelt für die Firma f damit den 0,37-fachen Wert wie ihr eigener. Auf die begrenzte Leistungsfähigkeit des Kappa-Modells für andere als rein deskriptive Zwecke wird unten im Rahmen der Diskussion der antikompetitiven Effekte von Common Ownership näher einzugehen sein (§ 3 D.II).

Es verhält sich laut den hier analysierten Daten aber keineswegs so, dass passive Verwalter oder institutionelle Investoren im Kollektiv jedes einzelne Unternehmen im deutschen Aktienmarkt kontrollieren. Die Ver-

breitung diversifizierter institutioneller Beteiligungen nimmt drastisch ab, wenn man über das Large-Cap-Segment hinausschaut. Im MDAX betrug die mittlere aggregierte Beteiligungsquote der Indexfonds Ende 2020 etwa 6 % und das mittlere Kappa 0,1, im SDAX waren es noch etwa 3 % und 0,04. Zudem stehen dem institutionellen Block jenseits des DAX in mehr Unternehmen große Ankeraktionäre gegenüber. Gerade im MDAX und SDAX überwiegen daher auch Kappas nahe null. Jenseits der Auswahlindizes spielen Indexfonds und andere institutionelle Investoren mit transparenten Beteiligungen keine nennenswerte Rolle.

Der internationale Vergleich zeigte schließlich, dass die Beteiligungsverhältnisse im DAX und im MDAX in etwa den mittleren Verhältnissen im europäischen Raum entsprechen. Im Vergleich zu den USA bestehen allerdings gravierende Unterschiede, und zwar vor allem, wenn man über das Large-Cap-Segment hinausblickt. Im Russell 2000, dessen mittlere Marktkapitalisierung in etwa derjenigen des SDAX entspricht, lag die mittlere Beteiligungsquote der Indexfonds mit etwa 17,1 % nur knapp unter derjenigen für den S&P 500 (20,8 %). Das mittlere Gewinngewicht im Russell 2000 lag in etwa auf DAX-Niveau (0,35 gegenüber 0,37, S&P 500: 0,67). Auch die Beteiligungen der Big Three – BlackRock, Vanguard und State Street – fallen in den USA deutlich größer aus. Die Unterschiede in den Beteiligungsstrukturen spiegeln sich dabei nicht nur im Mittelwert, sondern auch in der Verteilung der Gewinngewichte wider: Kappas kleiner 0,05 ließen sich im S&P 500 nur bei weniger als 0,6 % der Firmenpaare beobachten (DAX: 19,0 %). Hinzu kommt eine wichtige Asymmetrie in der geographischen Herkunft institutioneller und vor allem passiv verwalteter Beteiligungen: Vermögensverwalter-Beteiligungen an US-Gesellschaften sind überwiegend heimische Beteiligungen, während das institutionelle Aktionariat deutscher und europäischer Gesellschaften international heterogener ausfällt. US-Verwalter spielen dabei eine prominente Rolle, einschließlich bei den Indexfonds.

§ 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 Akquisitio-
nswährung 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/Pfleiderer*, 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/Means*, *The Modern Corporation and Private Property* (1933); *Bebchuk/Cohen/Hirst*, *J. Econ. Persp.* 31 (2017), 89, 91.

230 *Berle/Means*, *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 Bilanzgewinn 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 Ausgestaltung der Verwaltung ab. Aus ökonomischer Sicht spielt diese Frage keine Rolle. Auch aus rechtlicher Sicht – z.B. bei der Beteiligungstransparenz²⁶⁰ – 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 Portfoliogesellschaften aktiv werden (oder auch nicht), ist in der jüngeren Literatur häufig von „Stewardship“ die Rede. In die deutschsprachige Diskussion hat der Begriff vor allem in Reaktion auf den UK Stewardship Code des Financial 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. 132 f. („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 Gewichtungunterschieden 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 ist, 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/Streitz*, *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, Verwalten 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.; *Klöbn*, *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 become 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 marktbasierter 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

Angeichts 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/Macciochi/Michaely/Ringgenberg*, Rev. Fin. Stud. 35 (2022), 91, 114.

474 *Heath/Macciochi/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/Macciochi/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/Macciochi/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 Korellationsstudien 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 Russel-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 Beispielfhaft 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 Gewichtungsrangings betrachtet.⁵³⁴ Eine knappe Robustheitsanalyse soll zwar zeigen, dass sich auch bei Auswahl der Untersuchungsgesamtheit auf Basis eines geschätzten Zuordnungsrangings 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 Zuordnungsrangings maßgebliche Marktkapitalisierung) zu Scheinkorrelationen führen können, siehe *Heath/Macciocchi/Michaely/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 ökonometrischen 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 Zuordnungsrankings, 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.; *Tzouganatos*, 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 ausgeblendeten 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.

§ 4 Rechtliche Rahmenbedingungen

Bis zu diesem Punkt hat sich die Untersuchung hauptsächlich mit der „Problemanalyse“ befasst: § 2 hat den Bedeutungsgewinn passiver Vermögensverwalter in den Beteiligungsstrukturen dokumentiert. § 3 hat herausgearbeitet, dass Agenturkonflikte im Verhältnis zwischen passiven Vermögensverwaltern und Endanlegern eine suboptimale Mitwirkung dieser Verwalter in der Corporate Governance der Portfoliogesellschaften besorgen lassen, die nicht nur zulasten der Endanleger der Verwalter und der übrigen Aktionäre geht, sondern auch nachteilige Fernwirkungen auf die Effizienz der Produktmärkte haben könnte. Aufbauend auf diesen Ergebnissen wird es in den folgenden beiden Kapiteln um die „Problemlösung“ gehen, also um die Frage, mit welchen Maßnahmen die Rechtsordnung *de lege lata* die Stewardship-Anreize der passiven Verwalter verbessert oder *de lege ferenda* verbessern könnte. Im Vordergrund stehen dabei Maßnahmen, die speziell die Verwalter in ihrer Rolle als Intermediäre adressieren. Es geht also nicht darum, zu fragen, mit welchen Maßnahmen die Aktionäre im Allgemeinen – etwa qua Reduktion der Kosten zur Teilnahme an der Hauptversammlung – zu einer aktiveren Mitwirkung in der Corporate Governance incentiviert werden könnten. Vielmehr steht die Bewältigung der besonderen Interessenkonflikte zwischen Vermögensverwaltern und ihren Endanlegern im Mittelpunkt.

Das folgende Kapitel widmet sich zunächst der Beschreibung der *lex lata*. Es soll geklärt werden, welche rechtlichen Vorgaben schon derzeit für die Mitwirkung passiver Vermögensverwalter in der Corporate Governance deutscher und europäischer Publikumsgesellschaften gelten. Für den weiteren Gang der Untersuchung erfüllt diese Bestandsaufnahme in erster Linie eine dienende Funktion, indem sie die rechtspolitisch orientierte Diskussion im nächsten Kapitel (§ 5) vorbereitet. Die im vorliegenden Zusammenhang teils doch etwas trockene Rechtsmaterie wird also nicht deshalb ausgebreitet, weil hier wichtige rechtsdogmatische Fragen dringend einer Klärung bedürften. Vielmehr geht es darum, den gegenwärtigen Regelungskontext in einem ersten Schritt ausreichend tief zu durchdringen, um in einem zweiten Schritt die einschlägigen Regelungsinstrumente sowohl dem Grunde nach als auch mit Blick auf ihre konkrete Ausgestaltung einer kritischen Würdigung unter ökonomischen Gesichtspunkten zu unterziehen. Gerade weil die in § 5 anzustellenden

Reformüberlegungen teilweise eher in den Einzelheiten als den großen Linien ansetzen, ist dabei stellenweise auch eine Auseinandersetzung mit auf den ersten Blick eher technisch anmutenden, im Ergebnis aber sehr bedeutsamen Details geboten.

In die Bestandsaufnahme werden dabei nicht nur die Vorgaben des deutschen und europäischen Rechts, sondern auch die wichtigsten Vorgaben des US-amerikanischen Aufsichtsrechts einbezogen. Das letztere ist vor allem deshalb relevant, weil ein beachtlicher Teil der institutionellen Beteiligungen an deutschen börsennotierten Gesellschaften auf US-amerikanische Vermögensverwalter entfällt, auch und gerade im Bereich der passiven Kapitalanlage.⁶²⁰ Das Verhältnis zwischen diesen Vermögensverwaltern und ihren Endkunden unterliegt in der Regel nicht dem deutschen und europäischen Recht,⁶²¹ auch wenn es wegen der Beteiligung an deutschen und europäischen Gesellschaften Fernwirkungen für die Corporate Governance dieser Gesellschaften entfalten mag. Über diese unmittelbare Relevanz hinaus sind die US-rechtlichen Vorgaben auch aus vergleichender Perspektive von Interesse, insbesondere indem sie aufzeigen, wie leicht sich einige Defizite der hierzulande geltenden Regelungen hätten vermeiden lassen oder in Zukunft vermeiden ließen.⁶²²

Wie sich zeigen wird, kennen sowohl das US-amerikanische Recht als auch das europäische Recht zwei grundsätzliche Arten von Regelungsinstrumenten zur Steuerung des Mitwirkungsverhaltens von Vermögensverwaltern in der Corporate Governance. Mit Interessenwahrungspflichten wird versucht, das Mitwirkungsverhalten der Verwalter an die Interessen ihrer Endanleger zu koppeln. In den USA sind diese Pflichten durch die Aufsichtspraktiken der zuständigen Behörden tendenziell etwas näher konkretisiert als hierzulande. Daneben werden Vermögensverwalter ex ante und ex post in unterschiedlichem Ausmaß zur Transparenz ihres Mitwirkungsverhaltens verpflichtet. Während diese Transparenzpflichten in den USA eindeutig aufsichtsrechtlicher Natur sind, stehen im europäischen Recht die vergleichsweise knappen kapitalanlagerechtlichen Vorga-

620 Oben § 2 C.I.3, § 2 C.II.2, § 2 C.II.3 und § 2 D.

621 Überblick zum internationalen Anwendungsbereich der europäischen aufsichtsrechtlichen Vorschriften bei MüKoBGB/Lehmann, Internationales Finanzmarktrecht Rn. 399 ff. (kollektive Verwaltung) und Rn. 383 (individuelle Verwaltung); jedenfalls soweit der Kunde des Vermögensverwalters ebenfalls im Ausland ansässig ist, richten sich auch die privatrechtlichen Beziehungen in aller Regel nach ausländischem Recht, dazu Freitag, ZHR 184 (2020), 139, 146 f.

622 Namentlich bei der Transparenz der Abstimmungsentscheidungen, dazu unten § 5 A.II.1, § 5 A.II.2.

ben und die noch relativ jungen Transparenzpflichten nach der ARRL II (§§ 134a ff. AktG) nebeneinander. Angesichts des Fehlens von internationalen Standards kaum überraschend bestehen auch im Übrigen – etwa mit Blick auf den Anwendungsbereich der Pflichten – zahlreiche kleinere und größere Unterschiede zwischen der Rechtslage diesseits und jenseits des Atlantiks. Gemein ist den rechtlichen Rahmenbedingungen allerdings, dass sie ganz überwiegend nicht strikt zwischen passiver und aktiver Verwaltung trennen. Dies verwundert im Lichte der theoretischen Überlegungen aus § 3 B kaum, da die Interessenkonflikte zwischen Verwaltern und Endanlegern im Stewardship-Bereich nicht völlig grundlegend von der gewählten Strategie der Kapitalallokation abhängen und die Unterschiede eher gradueller Natur sind.

Im Einzelnen ist das Kapitel wie folgt aufgebaut: Abschnitt A arbeitet zunächst die wichtigsten Interessenwahrungspflichten und Transparenzvorgaben im US-amerikanischen Aufsichtsrecht heraus. Abschnitt B wiederholt diese Übung für die entsprechenden Regelungen des deutschen und europäischen Aufsichtsrechts sowie die besonderen aktienrechtlichen Vorgaben für Vermögensverwalter und institutionelle Anleger. Abschnitt C fasst die wichtigsten Ergebnisse des Kapitels zusammen.

A. US-Recht

Wer die „einschlägigen US-amerikanischen Vorgaben“ in einem bestimmten Bereich darstellen will, sieht sich typischerweise mit dem Problem konfrontiert, dass das US-amerikanische Recht einen sehr hohen Fragmentierungsgrad aufweist. Das Verhältnis von Bundesrecht und dem Recht der einzelnen Bundesstaaten ist häufig komplex. Im Finanzaufsichtsrecht besteht darüber hinaus selbst innerhalb der Bundesebene eine beachtliche Zuständigkeitszersplitterung. Das aus Deutschland bekannte Konzept der „Allfinanzaufsicht“ gibt es dort nicht. Die folgende Darstellung beschränkt sich auf die zwei Regelungskomplexe, die für die Rolle US-amerikanischer Vermögensverwalter in der Corporate Governance ausländischer Portfoliogesellschaften die größte Bedeutung haben dürften: die kapitalanlage- und wertpapierhandelsrechtlichen Vorschriften im Zuständigkeitsbereich der SEC (I) und die Vorschriften über die betriebliche Altersvorsorge im Zuständigkeitsbereich des Department of Labor (DOL) (II).

I. Zuständigkeitsbereich der SEC

Im Zuständigkeitsbereich der SEC entfalten einerseits kapitalanlagerechtliche und andererseits wertpapierhandelsrechtliche Vorgaben Bedeutung für das Mitwirkungsverhalten von Vermögensverwaltern. Die kapitalanlagerechtlichen Interessenwahrungspflichten werden im Stewardship-Kontext hauptsächlich durch die Verwaltungspraxis unter dem ICA und dem eng damit zusammenhängenden Investment Advisers Act (IAA) ausgeformt (1). Einschlägige Transparenzanforderungen für die Verwalter hat die SEC im Verordnungswege geregelt (2). Neben diesen kapitalanlagerechtlichen Regeln können sich auch bestimmte Besonderheiten der US-wertpapierhandelsrechtlichen Beteiligungstransparenz auf die Stewardship-Aktivitäten großer Verwalter auswirken (3).

1. Fiduciary duties unter dem ICA und dem IAA

Um die Systematik der Vorschriften unter dem ICA und dem IAA nachzuvollziehen, ist es hilfreich, sich zunächst einen minimalen Überblick über das Kapitalanlagerecht auf US-Bundesebene zu verschaffen: Investmentfonds sind in den USA üblicherweise als Trust nach Delaware- oder Massachusetts-Recht oder als Corporation nach Maryland-Recht organisiert.⁶²³ Vorbehaltlich bestimmter Ausnahmen, insbesondere für Privatfonds,⁶²⁴ qualifizieren diese Corporations oder Trusts als „investment companies“ unter dem ICA und werden von der SEC beaufsichtigt.⁶²⁵ Die Endanleger sind Anteilseigner des Fonds; dieser wird – wie auch andere Trusts oder

623 Vgl. *Lipton*, Transactions 19 (2017), 175, 178; *Zetzsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage (2015), S. 331 ff.; im Einzelnen zu den Unterschieden und Gemeinsamkeiten der Konstruktionen *Schelm*, Sorgfalts- und Loyalitätspflichten im Investmentrecht (2008), S. 22 ff. Für das anwendbare Aufsichtsrecht spielt die rechtliche Konstruktion des Fonds im Regelfall keine Rolle, vgl. *Jones/Moret/Storey*, Del. J. Corp. L. 13 (1988), 421, 451.

624 Vgl. Fn. 47 und zugehörigen Text.

625 Vgl. Definition in 15 U.S.C. § 80a-3(a)(1); zu konzeptionellen Eigenheiten der Definition *Morley*, Yale L. J. 123 (2014), 1228, 1281 ff. Praktisch sind oft mehrere Fonds in einer investment company zusammengefasst, wobei jedem Fonds eine bestimmte Klasse oder Serie von Gesellschafts- bzw. Trustanteilen zugeordnet ist, siehe auch oben § 3 B.III.3.b).

Corporations – zu ihren Gunsten geführt.⁶²⁶ Der Fonds wird zu Beginn seiner Existenz von einer Kapitalanlagegesellschaft errichtet und üblicherweise auch von dieser oder einer ihrer Tochtergesellschaften verwaltet.⁶²⁷ Die Verwaltungsgesellschaft nimmt dabei gegenüber dem Fonds die Rolle eines „investment adviser“ unter dem IAA ein und untersteht ebenfalls der Aufsicht der SEC.⁶²⁸ Investment adviser kann aber auch sein, wer für andere Akteure als Investmentfonds Wertpapiere verwaltet oder zumindest Stimmrechte daraus ausübt.⁶²⁹

Als Treuhänder haben die investment advisers nach allgemeinen Common Law-Grundsätzen gegenüber ihren Auftraggebern eine „fiduciary duty“, die – ähnlich wie die fiduciary duty der Direktoren US-amerikanischer Corporations⁶³⁰ – ihre wesentlichen Ausprägungen in einer „duty of loyalty“ und einer „duty of care“ findet.⁶³¹ Im Allgemeinen wirkt sich die duty of loyalty eher als Verbotsnorm (z.B. Untreue, Betrug, Voranstellen eigener Interessen) und die duty of care eher als Sorgfaltspflicht aus.⁶³² Begünstigter dieser Pflichten ist im Fall der individuellen Portfolioverwaltung unmittelbar der Kunde; bei kollektiver Vermögensverwaltung besteht die Pflicht technisch gesehen gegenüber dem Fonds, aber mittelbar auch gegenüber dessen Anlegern, deren Interessen wiederum der Fonds verpflichtet ist.⁶³³ Nach herrschender Ansicht ist die fiduciary duty der investment

626 Vgl. SEC, Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies (Final rule), Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922 (2003), 68 F.R. 6564, 6565.

627 Morley, Yale L. J. 123 (2014), 1228, 1238 ff.; Schelm, Sorgfalts- und Loyalitätspflichten im Investmentrecht (2008), S. 29.

628 15 U.S.C. § 80b-2(a)(11); Schonfeld/Kerwin, Bus. Law. 49 (1993), 107, 127; vgl. zur zentralen Bedeutung des IAA auch das traditionelle, eigenständige Anlageberatungsgeschäft; zur parallelen Abdeckung von Beratung und Verwaltung durch den IAA auch Franco, Fordham J. Corp. & Fin. L. 26 (2021), 1, 4 („the IAA has become a full statutory co-partner with the ICA in regulating a vast investment management and advisory industry“).

629 Vgl. SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47420. Daneben erfasst der IAA auch das traditionelle, eigenständige Anlageberatungsgeschäft; zur parallelen Abdeckung von Beratung und Verwaltung durch den IAA auch Franco, Fordham J. Corp. & Fin. L. 26 (2021), 1, 15 mit Tabelle 1.

630 Überblick bei Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht (2013), Rn. 897 ff.

631 Vgl. Lipton, Transactions 19 (2017), 175, 192 ff.; Restatement (Third) of the Law of Agency § 8 (2006).

632 Laby, in: Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds (2018), S. 82.

633 Vgl. SEC, Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies (Final rule), Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922 (2003), 68 F.R. 6564, 6565.

advisers auch im bundesrechtlichen Aufsichtsrecht verankert.⁶³⁴ Die SEC ist daher auch für die Konkretisierung und Durchsetzung der stewardship-relevanten Pflichten der investment advisers zuständig und kann Verstöße sanktionieren.⁶³⁵ In der Durchsetzungspraxis der SEC auf Basis der allgemeinen fiduciary duty standen dabei in der Vergangenheit allerdings eher Verstöße gegen die duty of loyalty im Vordergrund, einschließlich in dem oben skizzierten Deutsche Bank/HP-Fall.⁶³⁶

Mit Blick auf die duty of care geht die SEC davon aus, dass diese einen investment adviser im Grundsatz verpflichtet, Unternehmensereignisse in den Portfoliogesellschaften zu überwachen und die mit den verwalteten Wertpapieren verbundenen Stimmrechte auszuüben.⁶³⁷ Dieser Grundsatz ist allerdings ausnahmefähig, insbesondere, wenn die damit verbundenen Informations- und Transaktionskosten den Nutzen für die Endanleger übersteigen.⁶³⁸ Als Beispiel hat die SEC in diesem Zusammenhang namentlich etwaige „additional costs“ bei der Stimmrechtsausübung in ausländischen Gesellschaften genannt.⁶³⁹ Nach Ansicht der SEC folgt aus der duty of care der Vermögensverwalter aber keine Pflicht, geradezu „aktivistisch“ in den Portfoliogesellschaften mitzuwirken.⁶⁴⁰ Die SEC geht weiter davon aus, dass die fiduciary duty zwar nicht vollständig durch Vertrag abdingbar ist, aber dass gerade bei professionellen Kunden der

634 Als Teil der „antifraud“-Regelung in 15 U.S.C. § 80b-6(2); *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180, 194 (1963); SEC, Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, Release No. IA-5248 (2019), 84 F.R. 33669, 33670; ausführliche Besprechung der *Capital Gains*-Entscheidung und der auf dieser Entscheidung gründenden weiteren Entscheidungen und Verwaltungspraktiken bei *Laby*, B. U. L. Rev. 91 (2011), 1052.

635 Vgl. SEC, Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, Release No. IA-5248 (2019), 84 F.R. 33669, 33671.

636 Vgl. Überblick bei *Laby*, in: Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds (2018), S. 94 ff.; oben § 3 B.III.2.

637 SEC, Proxy Voting by Investment Advisers (Final rule), Release No. IA-2106 (2003), 68 F.R. 6585, 6587.

638 SEC, Proxy Voting by Investment Advisers (Final rule), Release No. IA-2106 (2003), 68 F.R. 6585, 6587; SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47426.

639 SEC, Proxy Voting by Investment Advisers (Final rule), Release No. IA-2106 (2003), 68 F.R. 6585, 6587 mit Fn. 18; SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47423.

640 SEC, Proxy Voting by Investment Advisers (Final rule), Release No. IA-2106 (2003), 68 F.R. 6585, 6587 mit Fn. 19.

Umfang der Pflicht auch im Lichte der vertraglichen Vereinbarungen zu bestimmen ist.⁶⁴¹

Mit Blick auf Wertpapierleihgeschäfte herrschte lange Zeit die Auffassung vor, dass Aktien zwar prinzipiell auch über den Hauptversammlungstermin hinaus verliehen werden können, die advisers aber im Fall wichtiger Abstimmungen („material events“) zum rechtzeitigen Rückruf der Wertpapiere verpflichtet sind.⁶⁴² Im Jahr 2019 signalisierte die SEC allerdings, dass eine Rückrufmöglichkeit nicht in jedem Fall vereinbart werden muss und ihr Nutzen für die Endanleger auch gegen die Opportunitätskosten infolge geringerer Umsätze aus dem Leihvorgang abgewogen werden kann.⁶⁴³ Damit wurde die Begründungslast für die Verwalter, verliehene Wertpapiere auch bei wichtigen Abstimmungen nicht zurückzufordern, erleichtert. Forscher haben im Anschluss an die neue SEC-Guidance eine spürbare Zunahme des Leihangebots im zeitlichen Zusammenhang mit Hauptversammlungen dokumentiert, und zwar insbesondere bei solchen Emittenten mit hohen Beteiligungsquoten von Indexfonds.⁶⁴⁴ Ob diese Liberalisierung des „lending/voting trade-offs“ Bestand haben wird, scheint allerdings noch offen.⁶⁴⁵

Was den Rückgriff auf die Dienste von Stimmrechtsberatern angeht, vertrat die SEC lange Zeit einen eher großzügigen Standpunkt. Im Jahr 2003 signalisierte sie, dass unter dem Blickwinkel der duty of care keine wesentlichen Bedenken gegen die Einbeziehung der Empfehlungen unabhängiger Stimmrechtsberater bestünden.⁶⁴⁶ Im Gegenteil verwies sie sogar

641 SEC, Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, Release No. IA-5248 (2019), 84 F.R. 33669, 33671 f.; SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47422 f.

642 Basierend auf SEC, Antwort v. 23.5.1972 auf eine Anfrage der Bank Salomon Brothers v. 12.4.1972, <https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/1972/salomonbrothers052372.pdf>; siehe auch *Hu/Mitts/Sylvester*, NYU Law and Economics Research Paper No 20–52 (2021), 11.

643 SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47423 und dazu *Hu/Mitts/Sylvester*, NYU Law and Economics Research Paper No 20–52 (2021), 12 f.

644 *Hu/Mitts/Sylvester*, NYU Law and Economics Research Paper No 20–52 (2021), 16 ff.

645 Vgl. *Lee*, Every Vote Counts: The Importance of Fund Voting and Disclosure, Rede v. 17.3.2021 anlässlich der ICI Mutual Funds and Investment Management Conference, <https://www.sec.gov/news/speech/lee-every-vote-counts> („guidance should be revisited“).

646 *Lipton*, Transactions 19 (2017), 175, 186, 194.

darauf, dass das Befolgen solcher Vorschläge ein probates Mittel sei, um bei verwalterseitigen Interessenkonflikten mögliche Verstöße gegen die duty of loyalty zu vermeiden.⁶⁴⁷ Im Zusammenhang mit der Verschärfung der auf Stimmrechtsberater selbst anwendbaren Regeln⁶⁴⁸ kommunizierte die SEC im Jahr 2019 allerdings auch strengere Erwartungen mit Blick auf die Inanspruchnahme ihrer Dienste durch investment advisers. Gegen den Einsatz von Stimmrechtsberatern bestünden hiernach zwar nach wie vor keine grundsätzlichen Bedenken. Allerdings sollten Verwalter die Berater sorgfältig auswählen und überwachen.⁶⁴⁹ Zudem betonte die SEC, dass der Rückgriff auf Stimmrechtsberater die Verwalter nicht von ihren eigenen Verpflichtungen befreie.⁶⁵⁰ Gerade bei besonders kontroversen Abstimmungsgegenständen sollten die Empfehlungen des Beraters nicht ohne jegliche eigene Analyse übernommen werden.⁶⁵¹

2. Proxy Voting Rules

Neben Durchsetzungsmaßnahmen und informellen Stellungnahmen zur allgemeinen fiduciary duty hat die SEC über die Zeit hinweg auch zahlrei-

647 SEC, Proxy Voting by Investment Advisers (Final rule), Release No. IA-2106 (2003), 68 F.R. 6585, 6588, bestätigt in No-Action-Letter gegenüber Egan-Jones Proxy Services v. 27.5.2004, <https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/egan052704.htm>; beachte, dass dieser No-Action-Letter mit Blick auf die darin aufgestellten Anforderungen an die Unabhängigkeit der Stimmrechtsberater inzwischen widerrufen wurde, siehe SEC, Information Update IM-INFO-2018-02.

648 Oben Fn. 399 und zugehöriger Text. Beachte, dass diese Vorschriften nur für Stimmrechtsempfehlungen in Bezug auf US-Emittenten gelten. Rechtlicher Anknüpfungspunkt für die Regulierung der Stimmrechtsberater sind die Vorschriften zur proxy solicitation unter dem Securities Exchange Act (15 U.S.C. § 78n(a)). Diese Vorschriften finden selbst bei dual listing auf ausländische Emittenten grundsätzlich keine Anwendung, siehe 17 C.F.R. § 240.3a12-3(b) und vgl. SEC, Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice (Final rule), Release No. 34-89372 (2020), 85 F.R. 55082, 55087 mit Fn. 62.

649 SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47424 ff. mit umfangreichen Beispielen zu den relevanten Überlegungen, Maßnahmen und Kriterien.

650 SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47421.

651 SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47424.

che relevante Einzelheiten spezifisch durch Verordnungen geregelt.⁶⁵² Im vorliegenden Zusammenhang sind die im Jahr 2003 verabschiedeten Proxy Voting Rules von Interesse.⁶⁵³ Insoweit ist zwischen der Proxy Voting Rule unter dem ICA und der Proxy Voting Rule unter dem IAA zu unterscheiden.

Nach der IAA-Proxy Voting Rule müssen investment advisers schriftlich Richtlinien und Verfahren festlegen, die in angemessener Weise sicherstellen, dass die Stimmrechte aus für fremde Rechnung verwalteten Wertpapieren ausschließlich im Interesse der Kunden ausgeübt werden.⁶⁵⁴ Diese Richtlinien müssen insbesondere auch Aussagen zum Umgang mit wesentlichen Interessenkonflikten treffen.⁶⁵⁵ Sie sind den Kunden auf Verlangen zu erläutern und in Kopie vorzulegen.⁶⁵⁶ Die Verwalter müssen ihren Kunden zudem auf Anfrage Informationen darüber zur Verfügung stellen, wie die Stimmrechte tatsächlich ausgeübt wurden.⁶⁵⁷ Die Proxy Voting Rule für die advisers betrifft dabei nur das Verhältnis zwischen diesen und ihren Kunden; eine Veröffentlichung der Stimmrechtsrichtlinien und des Abstimmungsverhaltens durch die advisers selbst ist nicht vorgeschrieben.⁶⁵⁸

Die Proxy Voting Rule für die advisers steht aber in engem Zusammenhang mit der Proxy Voting Rule für die investment companies. Hiernach haben die investment companies eine Beschreibung der Richtlinien ihrer advisers, ggf. in Verbindung mit weiteren eigenen Richtlinien, offenzulegen.⁶⁵⁹ Die Veröffentlichung erfolgt im Rahmen des „statement of additional information“, einer Art Ergänzung des Fondsprospekts, die über das

652 *Laby*, in: Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds (2018), S. 86.

653 Überblick bei *Nicholson*, Okla. L. Rev. 57 (2004), 687, 699 ff.; ausführlich zu den Hintergründen *Schmolke*, EBOR 7 (2006), 767, 777 ff., 791 ff.

654 17 C.F.R. § 275.206(4)-6(a). Die Vorschrift ist – aufgrund der Verankerung in der antifraud-Regelung – so formuliert, dass es Vermögensverwaltern verboten ist, ohne Bestehen derartiger Richtlinien Stimmrechte auszuüben. Wie im vorigen Unterabschnitt erläutert, geht die SEC aber zugleich davon aus, dass die Stimmrechte im Grundsatz ausgeübt werden müssen, um der duty of care zu genügen. Daher wirkt sich die Regelung im Ergebnis für alle investment advisers als Verpflichtung aus.

655 17 C.F.R. § 275.206(4)-6(a).

656 17 C.F.R. § 275.206(4)-6(c).

657 17 C.F.R. § 275.206(4)-6(b).

658 SEC, Proxy Voting by Investment Advisers (Final rule), Release No. IA-2106 (2003), 68 F.R. 6585, 6588.

659 Für offene Publikumsfonds Form N-1A Item 17(f) (vgl. 17 C.F.R. § 274.11A); Blankoformular mit Erläuterungen abrufbar unter <https://www.sec.gov/servlet/sec/about/forms/formn-1a.pdf>.

EDGAR-System für jedermann einsehbar ist.⁶⁶⁰ Daneben haben die investment companies auf jährlicher Basis ihr gesamtes Abstimmungsverhalten (bzw. das ihres adviser) offenzulegen, und zwar auf dem gesonderten Form N-PX, welches ebenfalls über das EDGAR-System einsehbar ist.⁶⁶¹ Berichtsperiode ist jeweils der Zwölfmonatszeitraum zum 30.6., die Einreichung des Formulars ist zum 31.8. fällig.⁶⁶² Auf dem Formular ist für jede Portfoliogesellschaft – unabhängig vom Sitz –, für jede Hauptversammlung und für jeden einzelnen Abstimmungsgegenstand anzugeben, a) ob es sich um einen Vorschlag des Leitungsorgans der Gesellschaft oder eines Aktionärs handelte, b) ob die Stimmrechte aus den Portfoliowertpapieren ausgeübt wurden, c) falls ja, wie sie ausgeübt wurden (dafür, dagegen, Enthaltung) und d) ob dies der Empfehlung des Leitungsorgans⁶⁶³ entsprach.⁶⁶⁴

Die SEC hatte ursprünglich vorgeschlagen, dass die investment companies neben der Offenlegung des tatsächlichen Abstimmungsverhaltens in ihren Jahres- und Halbjahresberichten auch angeben und erläutern müssen, ob und weshalb bei einzelnen Stimmrechtsausübungen von den einschlägigen Stimmrechtsrichtlinien der investment company bzw. ihres adviser abgewichen wurde.⁶⁶⁵ In der finalen Fassung verzichtete die SEC indes auf diese Vorgabe.⁶⁶⁶ Zuletzt bekräftigte sie aber, dass Verwalter Verfahren einführen und anwenden sollten, um die Konsistenz von Richt-

660 Vgl. SEC, Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies (Final rule), Release Nos. 33–8188, 34–47304, IC-25922 (2003), 68 F.R. 6564, 6566 mit Fn. 26. Bei geschlossenen Fonds erfolgt die Veröffentlichung auf dem jährlich einzureichenden Form N-CSR (oben Fn. 41), Item 7.

661 Blankoformular mit Erläuterungen abrufbar unter <https://www.sec.gov/files/formn-px.pdf>.

662 Form N-PX Instruction A.

663 Bei Portfoliogesellschaften mit dualem Leitungssystem stellt sich die Frage, auf wessen Empfehlungen es ankommt, wenn sich die Empfehlungen der verschiedenen Organe widersprechen. Sinnvoll scheint es, insoweit auf das relative Gewicht der Organempfehlungen nach dem einschlägigen Gesellschaftsrecht abzustellen. Bei deutschen Portfoliogesellschaften dürfte es dann im Zweifel auf die Empfehlung des Aufsichtsrats ankommen (Wertung des § 135 Abs. 1 Satz 4 Nr. 2 Alt. 2 AktG).

664 Form N-PX Item 1(f)-(i).

665 SEC, Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies (Proposed rule), Release Nos. 33–8131, 34–46518, IC-25739 (2002), 67 F.R. 60828, 60838 (Item 22(b)(8)).

666 SEC, Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies (Final rule), Release Nos. 33–8188, 34–47304, IC-25922 (2003), 68 F.R. 6564, 6570.

linien und tatsächlichem Abstimmungsverhalten sicherzustellen, und sei es auch nur im Wege einer stichprobenartigen Überprüfung.⁶⁶⁷ Zugleich hat sie betont, dass die einschlägigen Richtlinien nicht zwangsläufig in allen Fällen schematisch eingehalten werden müssen. Gerade bei außergewöhnlichen Abstimmungsgegenständen mit wesentlichen Implikationen für die Werthaltigkeit von Portfoliowertpapieren, z.B. der Zustimmung zu einer Verschmelzung, sollten die Verwalter prüfen, ob die allgemeinen Richtlinien auch im Einzelfall angemessen erscheinen.⁶⁶⁸

Im Oktober 2021 legte die SEC einen Konsultationsentwurf für eine Verordnung vor, die den Anwendungsbereich der N-PX-Transparenz in Bezug auf say-on-pay-Voten auf sämtliche institutional investment managers erweitern würde, die der 13F-Transparenz⁶⁶⁹ unterliegen.⁶⁷⁰ Die Pflicht zur Offenlegung dieser Abstimmungsentscheidungen wurde eigentlich bereits durch den Dodd-Frank Act geregelt.⁶⁷¹ Der ursprüngliche Entwurf zur Umsetzung dieser Verpflichtung in einer konkretisierenden Verordnung aus dem Jahr 2010 hatte es allerdings nie über das Konsultationsstadium hinausgeschafft.⁶⁷² Die SEC der Biden-Administration wagt jetzt einen neuen Versuch. Im Zusammenhang mit der Umsetzung der Dodd-Frank Act-Vorschrift sollen auch verschiedene technische Einzelheiten der regulären Abstimmungstransparenz der Publikumsfonds geändert werden, vor allem zur Verbesserung der praktischen Nutzbarkeit der N-PX-Informationen. Auf zwei der angestrebten Änderungen wird im Rahmen der Diskussion der praktischen Ausgestaltung von Stewardship-Transparenzvorschriften noch näher eingegangen.⁶⁷³

667 SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47424.

668 SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325, IC-33605 (2019), 84 F.R. 47420, 47423 f.

669 Oben § 2 A.III.1.

670 SEC, Enhanced Reporting of Proxy Votes by Registered Management Investment Companies; Reporting of Executive Compensation Votes by Institutional Investment Managers (Proposed rule), Release Nos. 34-93169, IC-34389 (2021), 86 F.R. 57478.

671 15 U.S.C. § 78n-1(d).

672 SEC, Reporting of Proxy Votes on Executive Compensation and Other Matters (Proposed rule) (2010), Release Nos. 34-63123, IC-29463, 75 F.R. 66622.

673 Siehe unten § 5 A.II.1 und § 5 A.II.2.

3. Die 13D/13G-Problematik

Eine weitere wichtige Regelung, die Bedeutung für die Stewardship-Aktivitäten passiver Verwalter in den USA entfaltet, findet sich in den wertpapierhandelsrechtlichen Vorschriften über die Transparenz von Blockbeteiligungen. Ähnlich den europäischen Stimmrechtsmitteilungen hat grundsätzlich jede natürliche oder juristische Person oder gemeinsam handelnde Gruppe, die wirtschaftlicher Eigentümer von mehr als 5 % der börsennotierten Eigenkapitalinstrumente eines Emittenten wird, innerhalb von 10 Tagen eine Mitteilung an die SEC zu machen (Schedule 13D), die im EDGAR-Portal veröffentlicht wird.⁶⁷⁴ Diese Mitteilung muss bei jeder wesentlichen Änderung der Beteiligungshöhe, jedenfalls aber bei Änderung um einen weiteren Prozentpunkt aktualisiert werden.⁶⁷⁵ In jeder Mitteilung und Aktualisierung sind unter anderem die gesamten Handelsaktivitäten im jeweiligen Wertpapier in den vergangenen 60 Tagen aufzulisten.⁶⁷⁶ Ferner ist der Zweck des Beteiligungserwerbs zu erläutern, einschließlich sämtlicher Pläne des Erwerbers, die für die Kontrolle der Gesellschaft von Bedeutung sind.⁶⁷⁷

Bestimmte institutionelle Investoren können anstelle der 13D-Mitteilung eine verkürzte Mitteilung auf dem Schedule 13G einreichen.⁶⁷⁸ Die 13G-Mitteilung ist erst 45 Tage nach Ablauf des Kalenderjahres fällig, in dem die 5 %-Schwelle überschritten wurde,⁶⁷⁹ muss im Grundsatz nur einmal jährlich aktualisiert werden⁶⁸⁰ und erfordert keine Auflistung der

674 15 U.S.C. § 78m(d).

675 17 C.F.R. § 240.13d-2(a).

676 Schedule 13D, 17 C.F.R. § 240.13d-101 Item 5(c).

677 Schedule 13D, 17 C.F.R. § 240.13d-101 Item 4; siehe auch 15 U.S.C. § 78m(d)(1)(C).

678 Zu den Einzelheiten des personalen Anwendungsbereichs siehe 17 C.F.R. § 240.13d-1(b)(1)(ii).

679 17 C.F.R. § 240.13d-1(b)(2). Nach einem aktuellen Konsultationsentwurf der SEC soll diese Frist künftig auf fünf Tage nach Monatsende der Schwellenberührung verkürzt werden; SEC, Modernization of Beneficial Ownership Reporting, Release Nos. 33-11030; 34-94211 (2022), 87 F.R. 13846, 13847.

680 17 C.F.R. § 240.13d-2(b); Ausnahme: Aktualisierung innerhalb von zehn Tagen nach Überschreiten der 10 %-, 15 %-Schwellen usw., 17 C.F.R. § 240.13d-2(c); auch hier sieht der jüngste Konsultationsentwurf bestimmte Änderungen vor, siehe im Einzelnen die tabellarische Übersicht bei SEC, Modernization of Beneficial Ownership Reporting, Release Nos. 33-11030; 34-94211 (2022), 87 F.R. 13846, 13848.

Handelsaktivitäten und keine Erläuterung der Absichten des Erwerbers.⁶⁸¹ Voraussetzung für die Nutzung des Schedule 13G ist allerdings, dass der Investor die Beteiligung im Rahmen seines ordentlichen Geschäftsbetriebs erworben hat und „not with the purpose nor with the effect of changing or influencing the control of the issuer“.⁶⁸²

Aufgrund des hohen Aufwands der 13D-Mitteilungen melden passive Verwalter ihre die 5 %-Schwelle überschreitenden Beteiligungen an US-amerikanischen Emittenten in der Praxis nahezu ausschließlich auf dem Schedule 13G.⁶⁸³ Dieses Vorgehen bedingt allerdings, dass sie sich in der Folge auch tatsächlich jeglicher Einflussnahme auf die „control“ der Emittenten enthalten müssen. Zwar ist aufgrund der prinzipienbasierten Regelung im Einzelnen oft umstritten, welche Formen der Einflussnahme hierunter fallen. Einigkeit besteht aber darüber, dass auch recht niederschwellige Interventionen, wie etwa Personalvorschläge für einzelne Direktorenposten, ausreichen können, um das 13G-Privileg zu verlieren.⁶⁸⁴ Gelegentliche engagements mit der Unternehmensführung oder die Unterstützung von aktivistischen Hedgefonds im Rahmen von proxy fights werden hingegen als unproblematisch betrachtet.⁶⁸⁵

In der Kapitalmarktpraxis kommt den faktischen Beschränkungen, die sich aus den Beteiligungstransparenzregeln für die Stewardship-Aktivitäten großer Vermögensverwalter ergeben, offenbar erhebliche Bedeutung zu.⁶⁸⁶

681 Schedule 13G, 17 C.F.R. § 240.13d-102.

682 17 C.F.R. § 240.13d-1(b)(1)(i). Nach 17 C.F.R. § 240.13d-1(c) steht Schedule 13G auch Investoren offen, die keine institutionellen Investoren sind, aber das im Text genannte Absichtskriterium erfüllen (sog. „passive investors“); in diesem Fall gelten allerdings strengere Fristen (vgl. für Aktualisierungen auch 17 C.F.R. § 240.13d-2(d)).

683 Vgl. *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 117 ff. mit Tabelle 7 (je größer der Anteil passiv angelegter Mittel am Gesamtportfolio eines Verwalters, desto eher werden Blockbeteiligungen auf dem Schedule 13G gemeldet; nach den Punktschätzungen würde ein Verwalter mit ausschließlich passiv verwalteten AuM niemals Schedule 13D nutzen); *Bebchuk/Hirst*, *Colum. L. Rev.* 119 (2019), 2029, 2099 (trotz tausender Beteiligungen oberhalb der 5 %-Schwelle nur neun 13D-Meldungen der Big Three zwischen 2007 und 2018, sämtliche durch BlackRock und sieben davon unter besonderen Umständen).

684 Vgl. *Morley*, *Southern Cal. L. Rev.* 92 (2018), 1407, 1428; *Bebchuk/Hirst*, *Colum. L. Rev.* 119 (2019), 2029, 2066; siehe auch *Ulmrich*, *Investorentransparenz* (2013), S. 63 (Spürbarkeit der unternehmerischen Einflussnahme genügt).

685 *Morley*, *Southern Cal. L. Rev.* 92 (2018), 1407, 1446.

686 Vgl. *Morley*, *Southern Cal. L. Rev.* 92 (2018), 1407, 1429 („Every professional I spoke with in the investment management industry insisted that the distinction between Schedules 13G and 13D was by far the most important problem they

Unmittelbare Bedeutung hat die 13D/13G-Problematik zwar allein für Beteiligten an US-Emittenten. Das deutsche Recht kennt eine derartig grundlegende Unterscheidung nicht. Die über den Beteiligungsumfang hinausgehende Mitteilungspflicht des § 43 WpHG greift erst ab der – für die passive Verwaltung bislang kaum praxisrelevanten – Schwelle von 10 % der Stimmrechte und verlangt keine Offenlegung der Handelsaktivitäten; auch hängt die Inanspruchnahme der in Abs. 1 Satz 5 und 6 geregelten Ausnahmen nicht vom angestrebten Mitwirkungslevel ab.⁶⁸⁷ Gleichwohl ist nicht auszuschließen, dass die 13D/13G-Problematik⁶⁸⁸ bei denjenigen großen Verwaltergruppen, deren Muttergesellschaft in den USA ansässig ist und die mit erheblichen Teilen ihres Portfolios in US-Gesellschaften investiert sind, gewisse faktische Ausstrahlungswirkungen auch auf das Stewardship-Verhalten in anderen Teilen der Welt entfaltet. Die 13D/13G-Problematik ist ferner auch für Endanleger außerhalb der USA bedeutsam, die über Vermögensverwalter wie die Big Three im US-Markt investieren, namentlich via weltweit diversifizierenden Indexfonds.

II. Zuständigkeitsbereich des DOL: Interessenwahrungspflichten unter dem ERISA

Neben den aufsichtsrechtlichen Regeln im Zuständigkeitsbereich der SEC spielen im Kapitalanlagebereich auch die Vorgaben des Employee Retirement Income Safety Act (ERISA) eine wichtige Rolle. Der ERISA ist ein Bundesgesetz aus dem Jahr 1974 und regelt wesentliche Aspekte der Verwaltung, Absicherung und Besteuerung von Pensionsplänen im Rahmen privatwirtschaftlicher Arbeitsverhältnisse.⁶⁸⁹ Für Zwecke der vorliegenden Untersuchung sind in erster Linie die Vorschriften für die Verwaltung

worried about when they considered the possibility of influencing a portfolio company.“).

687 Vgl. auch *Ulmrich*, Investorentransparenz (2013), S. 362 (ganzheitlicher Transparenzansatz des US-Systems unter section 13(d) Securities Exchange Act gegenüber punktueller Transparenz nach § 27a WpHG a.F.); *Winterhalder*, Indexfonds in der Corporate Governance (2022), S. 186.

688 Weiterführend zu ähnlich gelagerten Problematiken im Zusammenhang mit insiderrechtlichen Mitteilungspflichten (Forms 3 und 4) und poison pill-Schwellen in den Satzungen der Emittenten *Morley*, Southern Cal. L. Rev. 92 (2018), 1407, 1430 ff.

689 Vgl. 29 U.S.C. § 1001 und Definition der relevanten Pläne in § 1002(1)-(3); zum Wechselspiel zwischen ERISA und dem Siegeszug der defined contributions-Pläne in den USA siehe *Zelinsky*, Yale L. J. 114 (2004), 451, 471 ff.

der Pläne von Interesse. Diese unterliegen der Beaufsichtigung durch das DOL.⁶⁹⁰ Anders als im Zuständigkeitsbereich der SEC gibt es unter dem ERISA keine weitreichenden Transparenzpflichten für Verwalter. Umso kontroverser wurde dafür in jüngerer Zeit die Bedeutung der ERISA-Interessenwahrungspflichten im Stewardship-Kontext diskutiert.

Wie oben ist es hilfreich, sich zunächst einen minimalen Überblick über das einschlägige Regelungssystem zu verschaffen: Die ERISA-Pläne werden formal vom Arbeitgeber oder von Arbeitnehmerorganisationen aufgelegt, praktisch wird die Verwaltung des Plans aber zumeist an professionelle Verwalter delegiert.⁶⁹¹ Bei der Anlage der Mittel sind die Planverantwortlichen an strenge Interessenwahrungspflichten gebunden. Das Bundesgesetz spricht von einem „prudent man standard of care“, nach welchem der Plan „solely in the interest of the participants and beneficiaries“ zu verwalten ist.⁶⁹² Falls die Mittel des Plans in Anteile an US-amerikanischen investment companies investiert werden, ist die fiduciary duty nur mit Blick auf die Auswahl und Überwachung der Fonds anwendbar; die investment advisers der Fonds sind aber nicht auch ihrerseits an ERISA-Pflichten gebunden.⁶⁹³

Die Mittel in ERISA-Plänen müssen aber nicht zwangsläufig in Anteile an investment companies investiert werden. In der Praxis werden sie etwa auch in „collective investment trusts“ angelegt.⁶⁹⁴ Dabei handelt es sich um eine besondere Form der kollektiven Vermögensverwaltung durch

690 Vgl. 29 U.S.C. § 1132; ERISA Practice and Procedure/Cooke, § 8:1.

691 Erfüllt der Verwalter bestimmte Voraussetzungen, befreit die Delegation den formal Planverantwortlichen weitestgehend von seinen eigenen Pflichten, section 3(38) i.V.m. 405(d)(1) ERISA (29 U.S.C. § 1002(38), § 1105(d)(1)).

692 29 U.S.C. § 1104(a).

693 Die Pflichten der section 404(a) gelten für alle materiellen fiduciaries i.S.d. section 3(21)(A) ERISA (29 U.S.C. § 1002(21)). Für die Stellung als fiduciary kommt es maßgeblich auf die Kontrollmöglichkeit über die „plan assets“ an. Was im Einzelnen zu den plan assets gehört, hat das DOL per Verordnung definiert. Gemäß 29 C.F.R. § 2510.3-101(h) gilt bei kollektiven Anlageprodukten im Grundsatz ein „look-through“-Ansatz, mit der Konsequenz, dass auch der Verwalter eines kollektiven Produkts, in welches ein ERISA-Plan investiert, plan assets verwaltet und damit als ERISA-fiduciary qualifiziert. Nach der Ausnahme in section 3(21)(B) ERISA gelten investment companies und ihre advisers allerdings nicht als ERISA-fiduciaries. Entsprechend sind die relevanten plan assets in diesem Fall ausschließlich die Fondsanteile selbst; der Fondsverwalter verwaltet keine plan assets mehr; vgl. auch Stapel, ERISA Plan Investment Vehicles (2020), S. 3; ERISA Practice and Procedure/Cooke, § 6:4.

694 Vgl. Stapel, ERISA Plan Investment Vehicles (2020), S. 5 f. (auch zu den wirtschaftlichen Vor- und Nachteilen).

Banken außerhalb der von der SEC beaufsichtigten Regelungen.⁶⁹⁵ Daneben können die ERISA-Mittel auch jenseits von Publikumsfonds durch investment advisers verwaltet werden. In beiden Fällen sind die Akteure, die die Planmittel letztlich in Aktien börsennotierter Emittenten investieren, an den prudent man-Standard des ERISA gebunden.⁶⁹⁶

Ähnlich wie im Bereich der von der SEC beaufsichtigten Vorschriften entfalten die Interessenwahrungspflichten der ERISA-Verantwortlichen auch für die Ausübung von Stimmrechten und anderen Aktionärsrechten aus planzugehörigen Wertpapieren Bedeutung. Rechtsauffassungen zur Konkretisierung der entsprechenden Maßstäbe hatte das DOL über die Zeit hinweg in verschiedenen unverbindlichen Guidance-Dokumenten kommuniziert, zuletzt in einer Interpretative Bulletin aus dem Jahr 2016.⁶⁹⁷ Das DOL folgte dabei grosso modo einem ähnlichen Ansatz wie die SEC in ihrer Verwaltungspraxis unter dem ICA und IAA. Die genannte Interpretative Bulletin hob unter anderem hervor, dass die Aktionärsmitwirkung in den Portfoliogesellschaften gerade bei mit langem Anlagehorizont gehaltenen Investitionen ohne Exit-Möglichkeit auf vielfältige Weise zur Wertschöpfung beitragen kann.⁶⁹⁸ Vorbehaltlich unverhältnismäßiger Kosten waren die ERISA-fiduciaries nach Auffassung des DOL zudem im Grundsatz zur Ausübung der Stimmrechte verpflichtet.⁶⁹⁹ Als Beispiel für möglicherweise hohe Kosten waren auch hier explizit „certain foreign corporations“ genannt.⁷⁰⁰

Im Dezember 2020 hob das DOL der späten Trump-Administration die Interpretative Bulletin aus dem Jahr 2016 auf und konkretisierte die entsprechenden Maßstäbe erstmals im Verordnungswege.⁷⁰¹ Der neu verabschiedeten Proxy Voting Rule lag dabei eine bemerkenswert ableh-

695 Weiterführend CCIT, Collective Investment Trusts White Paper (2021), S. 3 ff.

696 Vgl. Erläuterungen in Fn. 693: Beide üben Kontrolle über plan assets aus und unterfallen somit section 3(21) ERISA; für den Fall der collective investment trusts beispielhaft DOL, Advisory Opinion 2005–09A v. 11.5.2005.

697 29 C.F.R. § 2509.2016- 01; Überblick der zuvor kommunizierten Rechtsansichten bei DOL, Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights (Proposed rule), RIN 1210-AC03 (2021), 86 F.R. 57272, 57274 f.; siehe auch *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013), S. 155 ff.

698 29 C.F.R. § 2509.2016-01(3) a.F.

699 29 C.F.R. § 2509.2016-01(1) a.F.

700 29 C.F.R. § 2509.2016-01(1) a.F. Für enge Auslegung der Vorgängerfassung *Schwarz*, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013), S. 157.

701 DOL, Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights (Final rule), RIN 1210-AB91 (2020), 85 F.R. 81658.

nende Haltung gegenüber verwalterseitigen Stewardship-Aktivitäten zugrunde. Schon im Ausgangspunkt betonte sie ausdrücklich, dass ERISA-Verantwortliche Stimmrechte und Aktionärsrechte nicht in allen Fällen ausüben müssen.⁷⁰² Sie verpflichtete die ERISA-Verantwortlichen explizit, die Kosten der Stimmrechtsausübung und anderweitiger Mitwirkung zu berücksichtigen,⁷⁰³ was nach der Begründung des DOL auch etwaige Opportunitätskosten aus Wertpapierleihe erfassen sollte.⁷⁰⁴ Die Kosten-Nutzen-Analyse musste sich zudem in allen Fällen ausschließlich an den finanziellen Interessen der Planbegünstigten ausrichten und durfte keine anderweitigen („non-pecuniary“) Faktoren berücksichtigen.⁷⁰⁵ Die Proxy Voting Rule eröffnete den ERISA-Verantwortlichen weiterhin im Sinn einer Safe Harbour-Regelung die Möglichkeit, in ihren Stimmrechtsleitlinien die Umstände zu definieren, unter denen Stimmrechte von vornherein nicht ausgeübt werden sollen, sei es durch Beschränkung der Stimmrechtsressourcen auf bestimmte Arten von Abstimmungsgegenständen, durch Außerachtlassung von Beteiligungen, die für die Gesamtperformance des Plans keine wesentliche Bedeutung haben, oder durch eine Kombination dieser Ansätze.⁷⁰⁶

Die DOL-Vorgaben untersagten zwar an keiner Stelle ausdrücklich bestimmte Formen der Aktionärsmitwirkung. Das DOL ließ aber insgesamt wenig Zweifel daran aufkommen, dass es die Rechtfertigungslast für jegliche Form von Stewardship-Aktivitäten letztlich bei den ERISA-Verantwortlichen sah und wenig Einwände gegen weitreichende Passivität erheben würde. Auch wenn die Regeln neutral gefasst waren, gab das DOL den ERISA-Verantwortlichen in der Begründung der Verordnung reichlich Ideen an die Hand, wie sich der Verzicht auf Stewardship-Aktivitäten plausibel begründen lassen könnte.⁷⁰⁷ Nach Einschätzung des DOL sei es jedenfalls nicht Aufgabe der ERISA-Verantwortlichen, in Portfoliogesellschaften, in denen der Plan „just one of many investors“ sei, über etwaige Stimmrechtsabgaben hinaus proaktiv mitzuwirken.⁷⁰⁸

702 29 C.F.R. § 2550.404a-1(e)(2)(ii).

703 29 C.F.R. § 2550.404a-1(e)(2)(ii)(B).

704 DOL, Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights (Final rule), RIN 1210-AB91 (2020), 85 F.R. 81658, 81667.

705 29 C.F.R. § 2550.404a-1(e)(2)(ii)(C).

706 29 C.F.R. § 2550.404a-1(e)(3)(i)(A)-(B).

707 Vgl. DOL, Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights (Final rule), RIN 1210-AB91 (2020), 85 F.R. 81658, 81665, 81667, 81673.

708 DOL, Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights (Final rule), RIN 1210-AB91 (2020), 85 F.R. 81658, 81665.

Neben der Verabschiedung der ERISA-Proxy Voting Rule überarbeitete das DOL im Jahr 2020 zudem die ERISA-Verordnungen betreffend die eigentlichen Anlageentscheidungen.⁷⁰⁹ Hiernach durften nicht-finanzielle Faktoren auch bei der Auswahl der Anlagegegenstände grundsätzlich keine Rolle spielen.⁷¹⁰ Sie kamen grundsätzlich nur als Entscheidungskriterium bei „Gleichstand“ nach rein finanziellen Kriterien in Betracht.⁷¹¹ Laut DOL konnte über den Kanal der Anlageentscheidung sogar das Stimmrechtsverhalten einer investment company für ERISA-Zwecke mittelbare Relevanz entfalten: Der Fonds und sein adviser seien zwar weiterhin nicht selbst ERISA-Verantwortliche, allerdings müssten Planverantwortliche, die in den Fonds investieren, auf Basis der Umstände des Einzelfalls eigenständig beurteilen, ob dessen Abstimmungsverhalten einen pekuniären oder nicht-pekuniären Faktor darstelle und inwieweit dieser Faktor im Rahmen der Entscheidung, Plangelder in den Fonds zu investieren, Beachtung finden sollte.⁷¹²

Offiziell begründete das DOL die ERISA-Proxy Voting Rule damit, dass es die rechtlichen Vorgaben des im Bundesgesetz verankerten prudent person-Standards konkretisieren wollte, welcher in der Auslegung des Supreme Court⁷¹³ die ERISA-Verantwortlichen verpflichtet, ihr gesamtes

709 DOL, Financial Factors in Selecting Plan Investments (Final rule), RIN 1210-AB95 (2020), 85 F.R. 72846, unter anderem unter Bezugnahme (in Fn. 5, 43, 70, 103) auf einen vielbeachteten Artikel von *Schanzenbach/Sitkoff*, Stan. L. Rev. 72 (2020), 381; der Stoßrichtung des Vorschlags zustimmend auch *Sharfman*, Yale J. Reg. Bulletin 38 (2020), 112, 132.

710 29 C.F.R. § 2550.404a-1(c)(1).

711 29 C.F.R. § 2550.404a-1(c)(2); zur Entwicklung der bis dato geltenden Maßstäbe vgl. *Curtis/Fisch/Robertson*, Mich. L. Rev. 120 (2021), 393, 413 ff.

712 DOL, Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights (Final rule), RIN 1210-AB91 (2020), 85 F.R. 81658, 81664.

713 *Fifth Third Bankcorp v. Dudenboeffe*, 573 U.S. 409 (2014), 420 ff. In dem einstimmig entschiedenen Fall ging es nicht direkt um ESG-Themen. Die vom Supreme Court im Ergebnis verneinte Rechtsfrage war, ob Mitarbeiterbeteiligungspläne unter dem ERISA abgesehen von der Befreiung von Diversifikationsanforderungen eine „presumption of prudence“ genießen. Im Fall wollte sich die beklagte Planverantwortliche mit dieser Einwendung gegen den Vorwurf verteidigen, trotz der ihr angeblich bekannten finanziellen Schieflage des Arbeitgebers keine Maßnahmen zum Schutz der Planbegünstigten ergriffen zu haben. Der allgemeinere Grundsatz, dass sich die Planverwaltung ausschließlich an den *finanziellen* Interessen der Begünstigten auszurichten hat, entspricht allerdings schon lange der h.M., vgl. etwa *Troyer/Slocombe/Boisture*, Geo. L. J. 74 (1985), 127, 154 ff. (unter dem Gesichtspunkt des kategorischen Ausschlusses südafrikanischer Anlageobjekte in Zeiten der Apartheid); *Knickerbocker*, Real Prop. Prob. & Tr. J. 23 (1988), 633, 659 f.

Verhalten ausschließlich an den *finanziellen* Interessen der Planbegünstigten auszurichten.⁷¹⁴ Wie oben gesehen, besteht aber weder aus theoretischer noch aus empirischer Sicht Grund zur Sorge, dass Intermediäre zu stark zugunsten ihrer Prinzipale in den Portfoliogesellschaften mitwirken. Das DOL zitierte auch keinerlei empirische Belege für die angeblichen Probleme, die die restriktive Proxy Voting Rule lösen sollte; im Gegenteil erkannte das DOL implizit an, dass es über solche Belege nicht verfügte.⁷¹⁵ In der Sache handelte es sich offenbar vor allem auch um das Ergebnis erfolgreicher Lobby-Arbeit seitens realwirtschaftlich tätiger Unternehmen mit dem Ziel, investorenseitigen Einflussnahmen zugunsten von ESG-Zielen zuvorzukommen.⁷¹⁶ Der Vorgang unterstreicht damit erneut die nicht ganz zu vernachlässigende Bedeutung der „politischen Risiken“ im Stewardship-Bereich.⁷¹⁷

Die restriktiven Verordnungen des DOL der Trump-Administration sind allerdings praktisch schon heute wieder Rechtsgeschichte. Bereits im März 2021 teilte das DOL der Biden-Administration mit, dass es die umstrittenen Verordnungen bis auf weiteres weder durchsetzen noch zur Auslegung der allgemeinen Pflichten der ERISA-Verantwortlichen heranziehen werde.⁷¹⁸ Im Oktober 2021 legte das DOL schließlich einen Konsul-

714 Vgl. DOL, *Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights* (Final rule), RIN 1210-AB91 (2020), 85 F.R. 81658, 81658, 81662, 81679.

715 DOL, *Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights* (Final rule), RIN 1210-AB91 (2020), 85 F.R. 81658, 81662 („The Department does not believe that it is necessary to establish specific evidence of fiduciary misunderstandings or injury [...]“).

716 Mit deutlichen Worten *Monks/Minow*, *Proxy Voting by ERISA Fiduciaries*, HLS CorpGov Forum v. 22.10.2020, <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/10/22/proxy-voting-by-erisa-fiduciaries/> (The proposal’s „only beneficiaries are entrenched, entitled CEOs. These are the people who love to rhapsodize about the purity of the free market until they feel its effects.“); ähnlich *Schacht/Karakulova*, *The Department of Labor Carpet Bombs Investor Protection*, CLS Blue Sky Blog v. 29.9.2020, <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/09/29/the-department-of-labor-carpet-bombs-investor-protection/>.

717 Oben § 3 B.II.3.

718 DOL, *Statement Regarding Enforcement of its Final Rules on ESG Investments and Proxy Voting by Employee Benefit Plans* v. 10.3.2021, <https://www.dol.gov/sites/dolgov/files/ebsa/laws-and-regulations/laws/erisa/statement-on-enforcement-of-final-rules-on-esg-investments-and-proxy-voting.pdf>; kritisch dazu *Schanzenbach/Sitkoff*, *ESG Investing After the New Labor Department Rule on „Financial Factors“*, CLS Blue Sky Blog v. 29.3.2021, <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2021/03/29/esg-investing-after-the-new-labor-department-rule-on-financial-factors>.

tationsentwurf zur Revision der Verordnungen vor, der sich von diesen sowohl in den konkreten Vorschlägen als auch in der Begründung gravierend unterscheidet.⁷¹⁹ In der Sache will das DOL unter anderem die Passage aus der Verordnung streichen, nach welcher die fiduciary duty nicht die Ausübung sämtlicher Aktionärsrechte unter allen Umständen erfordert: Diese könne „be misread as suggesting that plan fiduciaries should be indifferent to the exercise of their rights as shareholders, particularly in circumstances where the cost is minimal as is typical of voting proxies.“⁷²⁰ Zudem will das DOL die oben skizzierte Safe Harbour-Regelung streichen: Es sei zu besorgen, dass ERISA-Verantwortliche zu großzügig von dieser Regelung Gebrauch machen könnten und sich damit de facto weitreichend von ihrer grundsätzlichen Verpflichtung zur Stimmrechtsausübung im Interesse der Endanleger freizeichnen könnten.⁷²¹ Der Entwurf betont durchgehend die potentiell große Bedeutung der Integration von ESG-Aspekten auch unter rein finanziellen Gesichtspunkten.⁷²² Zudem übt er deutliche Kritik an dem restriktiven Ansatz der Proxy Voting Rule des DOL der Trump-Administration: De facto habe es sich um einen juristischen Freifahrtschein für die ERISA-Verantwortlichen gehandelt, der ihnen weitreichende Zurückhaltung in den Hauptversammlungen der Portfoliogesellschaften gestattete.⁷²³ Auch falls die Kosten der Stimmrechtsausübung hoch seien, könne die Lösung aber nicht einfach darin bestehen, kategorisch auf die Wahrnehmung der Stimmrechte zu verzichten: Vielmehr verlange die fiduciary duty von den ERISA-Verant-

719 DOL, Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights (Proposed rule), RIN 1210-AC03 (2021), 86 F.R. 57272.

720 DOL, Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights (Proposed rule), RIN 1210-AC03 (2021), 86 F.R. 57272, 57281.

721 DOL, Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights (Proposed rule), RIN 1210-AC03 (2021), 86 F.R. 57272, 57281.

722 DOL, Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights (Proposed rule), RIN 1210-AC03 (2021), 86 F.R. 57272, 57276 („Accordingly, the proposal makes clear that climate change and other ESG factors are often material and that in many instances fiduciaries [...] should consider climate change and other ESG factors in the assessment of investment risks and returns.“).

723 DOL, Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights (Proposed rule), RIN 1210-AC03 (2021), 86 F.R. 57272, 57282 („may be construed as little more than regulatory permission for plans to broadly abstain from proxy voting without properly considering their interests as shareholders and without legal repercussions“).

wortlichen, mit diesen Kosten umsichtig umzugehen und sich im Rahmen des Möglichen effizienter Strukturen zu bedienen.⁷²⁴

B. Deutsches und europäisches Recht

Auch das deutsche und europäische Recht arbeiten im Kern mit einer Kombination aus Interessenwahrungs- und Transparenzpflichten. Neben die hergebrachten Regeln des Kapitalanlagerechts (I) treten dabei – systematisch etwas gewöhnungsbedürftig – die noch relativ jungen aktienrechtlichen Vorschriften der §§ 134a ff. AktG zur Umsetzung der ARRL II (II). Jenseits des Kapitalanlagerechts finden sich im Finanzaufsichtsrecht nur vereinzelt besondere stewardship-relevante Vorgaben (III).

I. Kapitalanlagerecht

Das deutsche Kapitalanlagerecht wird im hier betrachteten Kontext überwiegend, aber nicht vollständig durch die OGAW- und die AIFM-Richtlinie determiniert. Neben den harmonisierten Vorgaben (1) sind daher auch bestimmte nationale Besonderheiten in den Blick zu nehmen (2).

1. OGAW- und AIFM-Richtlinie

Europäische Publikumsfonds qualifizieren aufsichtsrechtlich in der Regel als OGAW. Die stewardship-relevanten Vorgaben der OGAW-Richtlinie knüpfen dabei wie in den USA an die allgemeinen Wohlverhaltensregeln und Vorschriften zur Vermeidung von Interessenkonflikten an. Sie werden durch Art. 21 der OGAW-Level 2-Richtlinie⁷²⁵ näher ausgestaltet. Verwaltungsgesellschaften müssen hiernach wirksame und angemessene Strategien ausarbeiten, wann und wie Stimmrechte aus Portfoliowertpapieren ausgeübt werden sollen, damit dies ausschließlich zum Nutzen des OGAW geschieht (Art. 21 Abs. 1 OGAW-Level 2-Richtlinie). Die Stimmrechtsstrategie muss Maßnahmen und Verfahren enthalten a) zur „Verfolgung der

724 DOL, Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights (Proposed rule), RIN 1210-AC03 (2021), 86 F.R. 57272, 57281.

725 Durchführungs-Richtlinie 2010/43/EU. Diese Vorschrift gehört zu Kapitel III der Level 2-Richtlinie, welches mit „Interessenkonflikte“ überschrieben ist.

maßgeblichen Corporate Events,“ b) zur Ausrichtung der Stimmrechtsausübung an Anlagezielen und Anlagepolitik und c) zur Verhinderung oder Regelung etwaiger Interessenkonflikte (Art. 21 Abs. 2 OGAW-Level 2-Richtlinie). Die Verwaltungsgesellschaften müssen den Anlegern ferner eine Kurzbeschreibung der Strategien zugänglich machen und auf Anfrage die aufgrund der Strategie getroffenen Maßnahmen näher erläutern (Art. 21 Abs. 3 OGAW-Level 2-Richtlinie). Weitgehend identische Regeln gelten nach Art. 37 AIFM-Level 2-Verordnung⁷²⁶ auch bei AIF.⁷²⁷ Die deutsche Umsetzung der OGAW-Level 2-Richtlinie erfolgt daher per Verweis auf die AIFM-Level 2-Verordnung (§ 27 Abs. 2 KAGB i.V.m. § 3 Abs. 1 KAVerOV). Ferner schreibt die deutsche Umsetzung vor, dass die Kurzbeschreibung der Strategien auf der Internetseite zu veröffentlichen ist (§ 3 Abs. 2 Satz 1 KAVerOV).⁷²⁸

Genauere inhaltliche Vorgaben für die Ausgestaltung und Umsetzung der Stimmrechtsstrategie machen die europäischen Vorgaben nicht. Konkrete Maßstäbe für das „Ob“ und „Wie“ der Stimmrechtsausübung und ggf. anderweitiger Stewardship-Aktivitäten können daher nur aus dem allgemeinen Grundsatz abgeleitet werden, dass sich das Stewardship-Verhalten wie auch das übrige Geschäftsgebaren der Kapitalverwaltungsgesellschaften an den Interessen der Endanleger auszurichten hat (Art. 14 Abs. 1 lit. a und e OGAW-Richtlinie, Art. 12 Abs. 1 lit. b und e AIFM-Richtlinie, § 26 Abs. 1 KAGB). Die damit zusammenhängenden Fragen standen allerdings, soweit ersichtlich, bislang nicht im Fokus der koordinierenden Arbeit der ESMA.

Jedenfalls eine Stimmpflicht wird man dem europäischen Kapitalanlage recht nicht entnehmen können. So sprechen die Level 2-Texte ausdrücklich davon, dass die Stimmrechtsstrategien nicht nur das „Wie“, sondern auch das „Wann“ der Stimmrechtsausübung adressieren sollen (Art. 21 Abs. 1 OGAW-Level 2- Richtlinie, Art. 37 Abs. 1 AIFM-Level 2-Verordnung).⁷²⁹ ErwG 16 Satz 3 der OGAW-Level 2-Richtlinie stellt ausdrücklich heraus, dass unter Umständen auch die Entscheidung, Stimmrechte nicht auszuüben, dem OGAW nutzen könnte.

726 Delegierte Verordnung (EU) 213/2013.

727 Nach Art. 37 Abs. 3 AIFM-Level 2-Verordnung ist den Anlegern die Kurzbeschreibung hingegen allein auf Anfrage zur Verfügung zu stellen. In der deutschen Umsetzung finden auf Publikums-AIF auch die weitergehenden Anforderungen der OGAW-Richtlinie Anwendung (§ 3 Abs. 2 KAVerOV).

728 Entsprechend der Anregung in ErwG 16 Satz 2 OGAW-Level 2-Richtlinie.

729 Ebenso AWZ/Stabenow, § 27 KAGB Rn. 42.

Die technischen Empfehlungen, auf denen der Level 2-Text aufbaut, nannten sogar explizit die Indexfonds als Beispiel für Investmentvermögen, bei denen eine Stimmrechtsausübung ggf. entbehrlich sein könnte.⁷³⁰ Dem lag möglicherweise das verbreitete Missverständnis zugrunde, die passive Anlagestrategie mit passivem Mitwirkungsverhalten gleichzusetzen.⁷³¹ Eine juristische Begründung für diese Sichtweise blieben die Empfehlungen an der genannten Stelle jedenfalls schuldig. Im Lichte der Überlegungen aus § 3 B ergibt eine „Lizenz zum Nichtstun“ für die Indexfonds wenig Sinn: Der Umfang, in dem die Endanleger von Stewardship-Aktivitäten profitieren, hängt am Ende nicht entscheidend von der Anlagestrategie des Fonds ab. Vielmehr ergeben sich umgekehrt aus der Anlagestrategie Implikationen für die Anreizlage des Verwalters, zugunsten der Endanleger in der Corporate Governance der Portfoliogesellschaften mitzuwirken. Diese Anreize fallen aber gerade bei Indexfonds besonders gering aus. Gerade die Anleger in solchen Fonds könnten jedenfalls in ihrer Gesamtheit besonders von einer Überformung der schwachen Stewardship-Anreize ihrer Verwalter profitieren. Für die Rechtsanwendung sind diese ökonomischen Überlegungen insoweit bedeutsam, als sie aufzeigen, dass der Interessenkonflikt zwischen Endanlegern und Verwaltern im Bereich der passiven Verwaltung besonders stark ausgeprägt. Es leuchtet daher nicht ein, weshalb gerade die Indexfonds im Rahmen der Auslegung allgemeiner Interessenwahrungspflichten gegenüber anderen Fonds privilegiert werden sollten. Diese Kritik ändert indes nichts an dem erstaunlichen Befund, dass europäische Indexfondsverwalter Stand heute zur Begründung völlig passiven Stewardship-Verhaltens auf eine amtliche Fundstelle verweisen können.

2. KAGB

Die vagen europäischen Vorgaben schließen eine Konkretisierung durch nationales Recht nicht aus.⁷³² Im deutschen Recht ist insoweit vor allem die Vorschrift des § 94 Satz 3 KAGB in den Blick zu nehmen. Hier-

730 CESR, Technical advice on the level 2 measures related to the UCITS management company passport (28.10.2009), CESR/09–9363, Tz. 71; dem folgend Baur/Tappen/Steffen, § 27 KAGB Rn. 31.

731 Klarstellend dazu oben § 1 A.

732 CESR, Technical advice on the level 2 measures related to the UCITS management company passport (28.10.2009), CESR/09–9363, Tz. 70.

nach „sollen“ Kapitalverwaltungsgesellschaften bei Investmentfonds in der Form eines Sondervermögens die Stimmrechte aus Aktien deutscher Gesellschaften „im Regelfall selbst ausüben.“ Was genau dieser Satz regelt, ist umstritten. Manche wollen ihn eng als Regelung allein der Modalitäten der Stimmrechtsausübung verstehen: *Falls* die Stimmrechte ausgeübt werden, *dann* soll dies durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft selbst geschehen.⁷³³ Andere sehen in § 94 Satz 3 KAGB eine Regelung nicht nur des „Wies“, sondern auch des „Obs“ der Stimmrechtsausübung: Die Kapitalverwaltungsgesellschaft soll die Stimmrechte im Regelfall ausüben, *und zwar* selbst; im Grundsatz bestehe hiernach eine Verpflichtung zur Wahrnehmung der Stimmrechte, Ausnahmen bedürften einer besonderen sachlichen Rechtfertigung.⁷³⁴ Die Stärken und Schwächen der Argumente, die für und wider diese Ansichten vorgetragen wurden, lassen sich gut im Kontext der Entstehungs- und Änderungshistorie der Vorschrift aufzeigen.

Der heutige § 94 Satz 3 KAGB geht auf § 9 Abs. 1 Satz 2 KAGG 1957⁷³⁵ zurück. Im damaligen Gesetzesentwurf war die Vorschrift allerdings noch nicht vorgesehen. Dieser enthielt allein die Regelung, dass das Anlagevermögen „treuhänderisch verwaltet“ werde.⁷³⁶ Zudem sollte die Kapitalanlagegesellschaft nach dem Entwurf auch die Stimmrechte ausüben können, allerdings nur nach Maßgabe der Anteilscheinbedingungen.⁷³⁷ Im

733 Schäfer, Corporate Governance bei Kapitalanlagegesellschaften (2009), S. 125; Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013), S. 162, 165; Inci, Shareholder Engagement (2018), S. 209; vgl. auch Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung (2006), S. 902.

734 Strenger/Zetzsche, AG 2013, 397, 398; AWZ/Zetzsche/Nast, § 94 KAGB Rn. 6; Baur/Tappen/Taschke, § 94 KAGB Rn. 24 (sachliche Rechtfertigung *im Einzelfall* nötig); EDD/Heinrich, § 94 KAGB Rn. 10 f.; Winkler, Verantwortung institutioneller Anleger (2008), S. 142 ff.; in der Sache wohl auch FK-KapAnlR/Schäfer, § 94 KAGB Rn. 12 f. (Pflicht, wenn im Interesse der Anleger, was „im Regelfall zu bejahen sein sollte“, Ausnahme z.B. bei nicht kontroversen Abstimmungen im außereuropäischen Ausland); WBA/Anders, § 94 KAGB Rn. 7 („eine grundsätzliche und dauerhafte, jedenfalls aber eine grundlose Zurückhaltung bei der Stimmrechtsausübung“ komme nicht in Betracht); Schoch, Interessenkonflikte bei kollektiven Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern (2021), S. 277 (keine „grundsätzliche Abstimmungspflicht, jedoch [...] durchaus ein Regel-Ausnahme-Verhältnis“); zur Vorgängervorschrift Berger/Steck/Lübbehüsen/Schmitz, § 32 InvG Rn. 10 (Nichtausübung möglich, aber es müssen „besondere Gründe vorliegen“); nicht ganz eindeutig Seibert, AG 2004, 529, 532 (keine Stimmpflicht, sondern „Sollvorschrift“).

735 BGBl. I 1957, S. 378.

736 Fraktionsentwurf KAGG, BT-Drs. 2/1585, S. 1 (§ 2 Abs. 1).

737 Fraktionsentwurf KAGG, BT-Drs. 2/1585, S. 1 (§ 2 Abs. 3 Satz 1 und 2).

Ausschuss für Geld und Kredit wurde die Bestimmung eingefügt, die Kapitalanlagegesellschaft habe das Sondervermögen „mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns zu verwalten.“⁷³⁸ Zudem wurde hier an anderer Stelle des Entwurfs die Vorgängerregelung des heutigen § 94 Satz 1 KAGB eingefügt, wonach die Verwaltungsgesellschaft zur Ausübung der Stimmrechte aus den zum Sondervermögen gehörenden Aktien keiner schriftlichen Vollmacht bedarf.⁷³⁹

Der Bundesrat rief später den Vermittlungsausschuss an und schlug vor, den Sorgfaltsstandard dahingehend zu konkretisieren, dass die Kapitalanlagegesellschaft „insbesondere auch die mit dem Sondervermögen verbundenen Stimm- oder Gläubigerrechte pflichtgemäß auszuüben“ habe und Vollmacht nur im Einzelfall erteilen dürfe.⁷⁴⁰ Auch wenn die Begründung es nicht ganz klar ausspricht,⁷⁴¹ wird man dies als Vorschlag einer unbedingten Stimpfpflicht verstehen dürfen.⁷⁴² Im Vermittlungsausschuss einigte man sich schließlich auf die Formulierung, die Interessen der Anleger seien „insbesondere auch bei der Ausübung“ der Stimmrechte zu wahren.⁷⁴³ Die Regelung zur Vollmacht wurde beibehalten und dahingehend ergänzt, dass auch bei Bevollmächtigung im Einzelfall Weisungen erteilt werden sollten (heute § 94 Satz 4 KAGB).⁷⁴⁴ Zudem wurde dazwischen noch der umstrittene Satz eingefügt, die Kapitalanlagegesellschaft „soll[e] das Stimmrecht im Regelfall selbst ausüben.“⁷⁴⁵ Diese entscheiden-

738 Ausschussbericht KAGG, BT-Drs. 2/2973, S. 7 (§ 8 Abs. 1).

739 Ausschussbericht KAGG, BT-Drs. 2/2973, S. 7 (§ 7 Abs. 1 Satz 2).

740 Verlangen der Einberufung des Vermittlungsausschusses zum KAGG, BT-Drs. 2/3235, S. 3 (§ 8 Abs. 1).

741 Verlangen der Einberufung des Vermittlungsausschusses zum KAGG, BT-Drs. 2/3235, S. 3 („Die durch das Gesetz erstrebte Intensivierung des Wertpapiersparens kann nicht nur durch Risikomischung und Ertragsstabilität, sondern auch dadurch gefördert werden, daß der Sparer die Gewißheit erhält, durch dieses Gesetz werde der Kleinaktionär künftig imstande sein, seine berechtigten Interessen sachkundiger, tatkräftiger und dadurch wirkungsvoller gegenüber der Verwaltung zu vertreten, als es ihm bisher persönlich oder mit Hilfe des Depotstimmrechts möglich war.“).

742 Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013), S. 164; zurückhaltender insoweit Winkler, Verantwortung institutioneller Anleger (2008), S. 144.

743 Bericht über die Verhandlungen des Vermittlungsausschusses zum KAGG, BT-Drs. 2/3282, S. 2 (§ 8 Abs. 1 Satz 1).

744 Bericht über die Verhandlungen des Vermittlungsausschusses zum KAGG, BT-Drs. 2/3282, S. 2 (§ 8 Abs. 1 Satz 3).

745 Bericht über die Verhandlungen des Vermittlungsausschusses zum KAGG, BT-Drs. 2/3282, S. 2 (§ 8 Abs. 1 Satz 2).

de Änderung wurde vom Vermittlungsausschuss allerdings nicht mehr gesondert begründet.

Aus der Absage an den Vorschlag des Bundesrats wird teilweise geschlossen, der Gesetzgeber des KAGG 1957 habe keine Regelung zum „Ob“ der Stimmrechtsausübung treffen wollen.⁷⁴⁶ Dieses Argument greift aber nicht durch: Wenn der Vermittlungsausschuss hier gar nichts hätte regeln wollen, hätte es eigentlich näher gelegen, vollständig auf die Einfügung des neuen Satzes zu verzichten. Dass die Stimmrechte, wenn sie ausgeübt werden, prinzipiell selbst ausgeübt werden müssen, folgte doch bereits aus dem vom Vermittlungsausschuss im Kern beibehaltenen und sogar verschärften Vorschlag des Bundesrats, dass Vollmacht nur im Einzelfall erteilt werden darf. Näher liegt hier die Lesart, dass der Kompromisscharakter der Änderungen im Vermittlungsausschuss gerade in der Herabstufung der vom Bundesrat vorgeschlagenen Stimmpflicht zu einer Soll-Vorschrift bestehen sollte. Außerdem schiene unklar, welchen nützlichen Zweck eine Regelung erfüllen sollte, die einerseits das „Ob“ der Stimmrechtsausübung den Kapitalverwaltungsgesellschaften anheimstellt, andererseits aber hinsichtlich des „Wies“ eine Delegation grundsätzlich verbietet. Die Zwecksetzung „im Regelfall ausüben, und zwar selbst“ ist hingegen in sich konsistent. Die Anfänge der Gesetzeshistorie sprechen daher eher für die zweite, weite Interpretation des § 94 Satz 3 KAGB.

Die nächste inhaltliche Änderung erfolgte im Rahmen des (ersten) Finanzmarktförderungsgesetzes 1990.⁷⁴⁷ Dieses begrenzte den räumlichen Anwendungsbereich der „soll selbst ausüben“-Regelung auf Stimmrechte aus Aktien inländischer Gesellschaften. Der Regierungsentwurf begnügte sich an dieser Stelle mit einem pauschalen Verweis auf „Kostengründe“.⁷⁴⁸ Auch dieser Passus spricht eher für die weite Interpretation: Einen Kostenfaktor dürfte die Soll-Regelung für Kapitalverwaltungsgesellschaften doch vor allem dann darstellen, wenn sie auch das „Ob“ der Stimmrechtsausübung betrifft.

Durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz 2002⁷⁴⁹ wurde die Regelung „Vollmacht nur für den Einzelfall“ in Umsetzung von Empfehlungen

746 Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013), S. 164.

747 BGBl. I 1990, S. 266. Zwischenzeitlich war § 9 KAGG 1957 per Neubekanntmachung zu § 10 KAGG 1970 geworden (BGBl. I 1970, S. 127).

748 RegE Investment-Richtlinie-Gesetz (späteres Finanzmarktförderungsgesetz), BT-Drs. 11/5411, S. 30.

749 BGBl. I 2002, S. 2010.

der Regierungskommission Corporate Governance gelockert.⁷⁵⁰ Nach dem neu eingefügten Satz (jetzt § 94 Satz 5 KAGB) konnte ein Stimmrechtsvertreter auch auf Dauer bevollmächtigt werden, sofern er unabhängig ist. Im Regierungsentwurf hieß es, man wolle „die Ausübung der mit dem Sondervermögen verbundenen Stimmrechte [...] fördern.“⁷⁵¹ Diese Formulierung könnte man als Argument für die enge Interpretation des § 94 Satz 3 KAGB anführen, da sie voraussetzt, dass das Gesetz sich einer Regelung des „Obs“ der Stimmrechtsausübung enthält.⁷⁵² Allerdings spricht der Regierungsentwurf im nächsten Satz dann von der „Zunahme einer informierten Stimmrechtsausübung“.⁷⁵³ Dies könnte man wiederum dahingehend verstehen, dass vor allem eine Verbesserung der Qualität der Stimmrechtsausübung angestrebt wurde. Letztlich kann der Gesetzesbegründung hier kein entscheidendes Argument abgewonnen werden. Auch die Regierungskommission, an deren Ausführungen sich der Entwurf teils wörtlich orientierte, hatte zwar eine allgemeine Abstimmungspflicht für institutionelle Investoren abgelehnt, zum genauen Regelungsgehalt des jetzigen § 94 Satz 3 KAGB aber nicht klar Stellung bezogen.⁷⁵⁴

Mit dem Investmentgesetz (InvG) wurden die „soll-selbst-ausüben“-Regelung, die „Vollmacht nur für den Einzelfall“-Regelung und die neue Stimmrechtsvertreter-Regelung vom Sorgfaltsstandard der Kapitalverwaltungsgesellschaft⁷⁵⁵ entkoppelt und mit der Regelung, dass die Ausübung der Stimmrechte aus dem Sondervermögen keiner gesonderten Vollmacht durch die Anleger bedarf,⁷⁵⁶ in § 32 Abs. 1 InvG zusammengeführt. Der § 32 Abs. 1 InvG wurde später zum heutigen § 94 KAGB.⁷⁵⁷ Der Umstand, dass es in § 94 KAGB vor allem um Bevollmächtigungsfragen und damit um Modalitäten der Stimmrechtsausübung geht, mag somit zwar heute auf den ersten Blick als systematisches Argument für die enge Sichtweise erscheinen.⁷⁵⁸ Die ursprüngliche Verortung der Regelung im Rahmen

750 Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, BT-Drs. 14/7515, Rn. 128.

751 RegE Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 14/8017, S. 102.

752 Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013), S. 165 hält diese Implikation für „ganz offensichtlich“.

753 RegE Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 14/8017, S. 102.

754 Vgl. Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, BT-Drs. 14/7515, Rn. 126, 128.

755 § 10 Abs. 1 Satz 3 bis 5 KAGG in der bis 31.12.2003 geltenden Fassung.

756 § 9 Abs. 1 Satz 2 und 3 KAGG in der bis 31.12.2003 geltenden Fassung.

757 Vgl. RegE AIFM-Umsetzungsgesetz, BT-Drs. 17/12294, S. 235.

758 Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013), S. 165 (Stimmpflicht in Satz 3 des § 32 Abs. 1 InvG wäre „Fremdkörper“).

des Sorgfaltsstandards statt im Rahmen der Verfügungsbefugnis spricht aber eigentlich eher umgekehrt für die weite Sichtweise. Dass hinter der Verschiebung im Rahmen des InvG eine bewusste gesetzgeberische Entscheidung zur inhaltlichen Neuregelung stand, liegt nicht auf der Hand. Jedenfalls wurde sie nicht gesondert begründet.⁷⁵⁹

Ein weiteres systematisches Argument für die weite Sichtweise folgt, auch bei Zugrundelegung der heutigen Fassung des Gesetzes, aus § 201 Nr. 2 Teilsatz 1 KAGB. Hiernach müssen die von einer OGAW-Kapitalverwaltungsgesellschaft abgeschlossenen Wertpapierdarlehensverträge den Darlehensnehmer im Grundsatz zur rechtzeitigen Rückgewähr verliehener Aktien verpflichten, sodass die Kapitalverwaltungsgesellschaft die verbrieften Rechte selbst ausüben kann. Über den Hauptversammlungstermin verliehen werden dürfen Aktien nur, wenn die Kapitalverwaltungsgesellschaft zur Ausübung der Stimmrechte bevollmächtigt wird und sie diese auch tatsächlich ausüben kann (§ 201 Nr. 2 Teilsatz 3 KAGB).⁷⁶⁰ Die Vorschrift ist nicht unionsrechtlich determiniert und geht auf das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz zurück (damals als § 9c KAGG).⁷⁶¹ Der Regierungsentwurf verwies zur Begründung ausdrücklich auf die „Pflichten aus § 10 Abs. 1 Satz 2 bis 4 [KAGG] anlässlich von Hauptversammlungen“.⁷⁶² Satz 2

759 RegE Investmentmodernisierungsgesetz, BT-Drs. 15/1553, S. 85 („Die Sätze 1 und 2 entsprechen der Regelung des § 9 Abs. 1 Satz 2 und 3 KAGG. Die Sätze 3 bis 5 entsprechen der Regelung des § 10 Abs. 1 Satz 3 bis 5 KAGG.“).

760 § 202 KAGB erlaubt ferner ein Abweichen von den Vorschriften der §§ 200, 201 KAGB, wenn die Darlehen über ein in den Anlagebedingungen genanntes organisiertes Wertpapierdarlehenssystem erfolgen, dessen Bedingungen die Wahrung der Interessen der Anleger gewährleisten. Es erscheint allerdings fraglich, ob im Wege dieser Ausnahme auch von § 201 Nr. 2 KAGB abgewichen kann, da nicht klar ist, wie die Interessen der Anleger hier auf andere Weise als durch rechtzeitige Rückgewähr oder Rückvollmacht gewahrt werden könnten. Dies gilt unabhängig davon, ob man mit Blick auf § 94 Satz 3 KAGB der engen oder weiten Sichtweise folgt.

761 BGBl. I 1994, S. 1749; zweiter Teilsatz ergänzt durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz (BGBl. I 1998, S. 529), dritter Teilsatz ergänzt durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz. In die nachfolgenden Gesetze wurde die Vorschrift ohne inhaltliche Änderung übernommen; vgl. RegE Investmentmodernisierungsgesetz, BT-Drs. 15/1553, S. 95; RegE AIFM-Umsetzungsgesetz, BT-Drs. 17/12294, S. 262.

762 RegE Zweites Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 12/6679, S. 81. Siehe ferner die Begründung in RegE Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 14/8017, S. 101 („Die Rückübertragung der als Wertpapier-Darlehen erhaltenen Aktien an die Kapitalanlagegesellschaft vor der Hauptversammlung ist vorgeschrieben, um die Wahrnehmung der mit den Aktien verbundenen Stimmrechte durch die Kapitalanlagegesellschaft zu sichern.“).

enthielt die heute nicht mehr ausdrücklich kodifizierte Pflicht zur Wahrung der Interessen der Anleger bei der Ausübung der Stimmrechte. Die Sätze 3 und 4 entsprachen dem heutigen § 94 Satz 3 und 4 KAGB. Dies spricht erneut eher dafür als dagegen, dass § 94 Satz 3 KAGB und seine Vorläufer auch eine Aussage zum „Ob“ der Stimmrechtsausübung treffen. Ginge es nur um die Pflicht zur Selbstaussübung, bestünde keine dringende Notwendigkeit, per Gesetz auf die Vereinbarung einer Rückerstattungspflicht in den Darlehensverträgen zu bestehen. Vielmehr hätte es dann möglicherweise näher gelegen, die vertragliche Regelung vorzuschreiben, dass der Entleiher die Stimmrechte nicht oder nur nach Weisung der Kapitalverwaltungsgesellschaft ausüben darf.

Im Ergebnis dürften die besseren Argumente also für eine Auslegung des § 94 Satz 3 KAGB als eingeschränkte Stimmpflicht sprechen. Die überwiegend akademische Natur der Fragestellung sollte freilich nicht übersehen werden: Ohne eindeutige Positionierung der Gerichte oder der Aufsicht könnten Kapitalverwaltungsgesellschaften zu ihren Gunsten die entgegengesetzte Position einnehmen, dass die Regelung nur die Modalitäten der Stimmrechtsausübung betrifft. Und selbst wenn man davon ausgeht, dass die Stimmrechte im Regelfall ausgeübt werden sollen, bleibt die Frage, wie streng oder weniger streng die Rechtfertigungsanforderungen für ein Abweichen von der Regel ausfallen.

Über die konkrete Aufsichtspraxis der BaFin ist im vorliegenden Zusammenhang nur wenig bekannt. Grundsätzlich kann die BaFin sämtliche kapitalanlagerechtlichen Vorgaben durch förmliche Maßnahmen auf präventiver verwaltungsrechtlicher Grundlage durchsetzen (§ 5 Abs. 6 KAGB). Vorsätzliche und fahrlässige Verstöße im Zusammenhang mit der Aufstellung und Zugänglichmachung der Stimmrechtsstrategie (§ 27 KAGB i.V.m. § 3 KAVerOV) können theoretisch auch mit einem umsatzabhängigen Bußgeld sanktioniert werden (§ 340 Abs. 2 Nr. 6, Abs. 7 Satz 1 Nr. 1 KAGB). Sämtliche Maßnahmen zur Durchsetzung des § 27 KAGB sind dabei öffentlich bekanntzumachen (§ 341a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 KAGB). Für Verstöße gegen § 94 KAGB ist hingegen keine repressive Sanktion vorgesehen und etwaige verwaltungsrechtliche Maßnahmen mit präventiver Zielrichtung unterliegen keinen Bekanntmachungsvorschriften.

Allgemein scheint die BaFin im Bereich des Kapitalanlagerechts förmliche Maßnahmen nur mit großer Zurückhaltung zu treffen: Laut den von der ESMA veröffentlichten Statistiken wurde in Deutschland zwischen 2016 und 2020 kein einziges Bußgeld zur Durchsetzung von Vorschriften

der OGAW-Richtlinie verhängt⁷⁶³ und an förmlichen Aufsichtsmaßnahmen nur ein einziges Auskunft- und Informationsverlangen erlassen.⁷⁶⁴ Das Ausbleiben förmlicher Durchsetzungsmaßnahmen schließt selbstverständlich nicht aus, dass die BaFin möglicherweise vor allem auf informellem Wege zu einer Durchsetzung der oben besprochenen Vorgaben beiträgt. Soweit ersichtlich, liegen aber kaum öffentliche Stellungnahmen der Wertpapieraufsicht zu besonderen, über die knappen europäischen Vorgaben hinausgehenden Erwartungen an das Stewardship-Verhalten von Kapitalverwaltungsgesellschaften vor. Vielmehr geht die Aufsicht offenbar davon aus, dass die derzeitigen rechtlichen Vorgaben nicht weiter konkretisierungsbedürftig sind: Unter der Vorgängernorm des § 27 KAGB (§ 9 InvG a.F.) hatte die BaFin die Wohlverhaltensregeln des Bundesverbands Investment und Asset Management (BVI) zur Konkretisierung kapitalanlagerechtlicher Wohlverhaltensregeln herangezogen;⁷⁶⁵ diese Position wurde 2014 per Auslegungsentscheidung explizit aufgegeben, mit der Begründung, dass die Pflichten der Verwalter in den europäischen Level 2-Texten nunmehr ausreichend konkretisiert seien.⁷⁶⁶

Zu beachten ist schließlich, dass § 94 KAGB ausschließlich für Investmentfonds in der Form eines Sondervermögens gilt. Eine entsprechende Anwendung der Sätze 3 bis 5 auf rechtlich selbstständige Investmentgesellschaften, so naheliegend sie erscheinen mag, hat der Gesetzgeber eindeutig nicht vorgesehen: Die Verweisnormen in §§ 108 Abs. 4, 124 Abs. 2, 140 Abs. 3 Satz 1 und 149 Abs. 2 Satz 1 KAGB erklären ausdrücklich bestimmte

763 Vgl. ESMA, Report on Penalties and measures imposed under the UCITS Directive in 2016 and 2017 (4.4.2019), ESMA34-45-651, S. 6; ESMA, Report on Penalties and measures imposed under the UCITS Directive in 2018 (12.12.2019), ESMA34-45-756, S. 6; ESMA, Report on Penalties and measures imposed under the UCITS Directive in 2019 (12.11.2020), ESMA34-45-934, S. 6; ESMA, Report on Penalties and measures imposed under the UCITS Directive in 2020, ESMA34-45-1269, S. 6. Unter der AIFM-Richtlinie wurden in den Jahren 2018 und 2019 ebenfalls keine Maßnahmen getroffen, ESMA, Report on Penalties and measures imposed under the AIFMD Directive in 2018–2019 (12.11.2020), ESMA34-32-548, S. 6; im Jahr 2020 zwei sonstige Maßnahmen und ebenfalls keine Sanktionen, ESMA, Report on Penalties and measures imposed under the AIFMD in 2020, ESMA34-32-865, S. 6.

764 ESMA, Report on Penalties and measures imposed under the UCITS Directive in 2020, ESMA34-45-1269, S. 13 (Maßnahme nach Art. 98 Abs. 2 lit. a, b OGAW-Richtlinie).

765 Siehe zur Stimmrechtsausübung BVI, Wohlverhaltensregeln (2019), Ziff. V.5.

766 BaFin, Schreiben v. 19.3.2014 betr. Aufheben des Schreibens v. 20.1.2010 zur Anwendung der BVI-Wohlverhaltensregeln (Gz. WA 41-Wp 2136-2008/0009), Gz. WA 41-Wp 2100-2024/0001.

benachbarte Vorschriften für entsprechend anwendbar, nicht aber § 94 KAGB.⁷⁶⁷ Jedenfalls Satz 3 der Vorschrift gilt wie erläutert ferner nur für die Ausübung von Stimmrechten aus Aktien deutscher Emittenten.⁷⁶⁸ Entsprechend dürfte auch der gegenständliche Anwendungsbereich des korrespondierenden § 201 Nr. 2 KAGB auf Darlehen solcher Aktien beschränkt sein (teleologische Reduktion).⁷⁶⁹ Jenseits des Anwendungsbereichs des § 94 KAGB verbleibt es bei den im vorigen Unterabschnitt skizzierten allgemeinen Grundsätzen.⁷⁷⁰

II. Aktienrechtliche Stewardship-Transparenz

Die ARRL II und das ARUG II haben jüngst auch das europäische und deutsche Gesellschaftsrecht um Vorschriften zum Thema Stewardship bereichert. Nach kurzen Erläuterungen zu den europäischen Hintergründen (1) werden nachfolgend der Anwendungsbereich (2) und Inhalt der in § 134b AktG (3) und § 134c AktG geregelten Transparenzpflichten (4) dargestellt.⁷⁷¹ In § 134b AktG geht es primär um die Stewardship-Strategie der jeweiligen Akteure und ihre praktische Umsetzung, während § 134c AktG den Anlagehorizont institutioneller Anleger und das Verhältnis zwischen institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern in den Blick nimmt. Abschließend wird das gesetzgeberische Konzept zur hoheitlichen Durchsetzung der Vorschriften analysiert (5).

1. Europäischer Hintergrund

Die Europäische Kommission hatte sich schon zu Beginn des Jahrtausends im Rahmen ihres Aktionsplans zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und der Verbesserung der Corporate Governance in der EU für eine

767 So auch AWZ/Stabenow, § 27 KAGB Rn. 41.

768 Zum umstrittenen internationalen Anwendungsbereich der Sätze 4 und 5 siehe AWZ/Zetzsche/Nast, § 94 KAGB Rn. 3.

769 AWZ/München/Czok/Wagner, § 201 KAGB Rn. 13; Baur/Tappen/Loff, § 201 KAGB Rn. 6.

770 Vgl. AWZ/Zetzsche/Nast, § 94 KAGB Rn. 7.

771 Nicht näher betrachtet werden vorliegend die Offenlegungspflichten der Stimmrechtsberater nach § 134d AktG. Teile der folgenden Diskussion, namentlich diejenigen zum Durchsetzungskonzept, dürften aber auch auf diese Vorschrift übertragbar sein.

Verbesserung der Transparenz der Anlagestrategie und des Abstimmungsverhaltens institutioneller Anleger ausgesprochen, aber in den folgenden Jahren keine konkreten Maßnahmen zur Umsetzung dieses Ziels ergriffen.⁷⁷² Nach der Finanzkrise setzte die Kommission das Thema im Aktionsplan „Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance“ erneut auf die Agenda⁷⁷³ und ließ ihrer Ankündigung im Rahmen der Revision der ARRL später auch Taten folgen.

Diese Regelungsbemühungen mündeten in den Art. 3g, 3h ARRL, die im Grundsatz zusätzlich zu etwaigen Anforderungen nach dem sektoralen Aufsichtsrecht anzuwenden sind (Art. 1 Abs. 7 Satz 2 ARRL).⁷⁷⁴ Ausgangspunkt der Stewardship-Vorschriften der ARRL II ist die Hypothese, dass institutionelle Investoren oft nicht hinreichend in der Corporate Governance von Publikumsgesellschaften mitwirkten, und wenn, dann häufig nur um kurzfristige Gewinne zu erzielen (ErwG 15 Satz 2 ARRL II). Eine solche Mitwirkung könne aber grundsätzlich sowohl zur langfristigen finanziellen Performance der Gesellschaften beitragen als auch zur Ausrichtung ihrer Geschäftstätigkeiten an ESG-Faktoren (ErwG 14 Satz 2 ARRL II). Der deutsche Gesetzgeber hat die einschlägigen Richtlinienvorgaben in den §§ 134a ff. AktG weitestgehend eins zu eins umgesetzt, unter bewusster Weitergabe vieler Unklarheiten und Auslegungsspielräume an die betroffenen Akteure.⁷⁷⁵ Zahlreiche Details zu Inhalt und Reichweite der §§ 134a ff. AktG sind daher bislang noch nicht abschließend geklärt.

Entsprechend der Kapitelüberschrift in der Richtlinie⁷⁷⁶ und im Einklang mit den einschlägigen Erwägungsgründen⁷⁷⁷ handelt es sich bei

772 KOM(2003) 284 endg., S. 15 f.; näher zu den frühen Plänen der Kommission etwa *Schmolke*, EBOR 7 (2006), 767, 773 ff. (auch im Vergleich zu den damaligen Entwicklungen in den USA); *Birkmose*, EBLR 2009, 717, 738 ff.

773 COM(2012) 740 final, S. 9; ausführlich zu den Hintergründen *Birkmose*, ECFR 2014, 214, 217 ff.

774 *Zetzsche*, AG 2020, 637, 654; kritisch zur mangelnden Abstimmung im Detail *Brellocks*, ZHR 185 (2021), 319, 341 f.

775 So *Zetzsche*, AG 2020, 637, 639, der als Mitglied der Expertengruppe des BMJ (damals BMJV) an der Umsetzung der Vorschriften beteiligt war (a.a.O. Fn. 12). Auch in anderen Mitgliedstaaten wurden die Vorschriften überwiegend eins zu eins umgesetzt, vgl. *Katelouzou/Sergakis*, EBOR 22 (2021), 203, 220 ff.

776 Kapitel Ib ARRL ist überschrieben mit „Transparenz bei institutionellen Anlegern, bei Vermögensverwaltern und bei Stimmrechtsberatern“.

777 Siehe insbesondere ErwG 16 ARRL II („Institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern mangelt es oft an Transparenz bezüglich ihrer Anlagestrategien, ihrer Mitwirkungspolitik und deren Umsetzung. Die Offenlegung derartiger Informationen könnte sich positiv auf die Sensibilisierung der Anleger auswirken, Endbegünstigte wie künftige Rentner in die Lage versetzen, optimale An-

den aktienrechtlichen Stewardship-Vorschriften um reine Transparenzregeln. Durch die Offenlegung von Informationen zu ihren Stewardship-Aktivitäten sollen institutionelle Anleger zu einer aktiveren Mitwirkung in der Corporate Governance incentiviert werden.⁷⁷⁸ Darüber hinaus lassen sich den Vorschriften keine materiellen Vorgaben für das tatsächliche Stewardship-Verhalten der institutionellen Anleger und Vermögensverwalter und die Ausgestaltung etwaiger Vertragsverhältnisse zwischen ihnen entnehmen.⁷⁷⁹ Solche Vorgaben können auch nicht auf Basis der Überlegung in die Vorschriften hineingelesen werden, dass es ohne entsprechende Verhaltenspflichten ggf. nichts zu berichten gäbe.⁷⁸⁰ Vielmehr ist im Zweifel zu berichten und zu begründen, dass und weshalb keine Stewardship-Aktivitäten unternommen oder keine Vereinbarungen zu offenkundigspflichtigen Punkten getroffen wurden.

2. Anwendungsbereich (§ 134a AktG)

Der Anwendungsbereich der §§ 134a ff. AktG lässt sich nach drei Kriterien abgrenzen: nach dem Tätigkeitsprofil der Verpflichteten, nach ihrem Sitz und nach den relevanten Gesellschaften bzw. ihren Aktien.

Die Abgrenzung nach dem Tätigkeitsprofil regeln die Definitionsnormen des § 134a Abs. 1 AktG unter Verweis auf die einschlägigen aufsichtsrechtlichen Definitionen. Vom Begriff „institutioneller Anleger“ sind hier nach nur Lebensersterversicherer, Lebensrückversicherer und Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge (EbAV) erfasst (§ 134a Abs. 1 Nr. 1 AktG). Nicht eingeschlossen hingegen sind Banken, die Aktien für eigene Rechnung halten, Versicherer außerhalb der Lebensversicherung sowie Staats-

lageentscheidungen zu treffen, den Dialog zwischen Gesellschaften und ihren Aktionären erleichtern, zur stärkeren Mitwirkung der Aktionäre führen und ihre Rechenschaftspflicht gegenüber Interessenträgern und der Zivilgesellschaft ausbauen.“).

778 Zu Sinn und Unsinn von Stewardship-Transparenz noch unten § 5 A.

779 BeckOGKAktG/Rieckers, § 134a AktG Rn. 9; Grigoleit/Splinter, § 134a AktG Rn. 10.

780 So aber zur Richtlinie *Chiu/Katelouzou*, in: *Shareholders' Duties* (2017), S. 143 („[a]rguably the the disclosure-based regulation compels that certain engagement conduct needs to be carried out in order for there to be sufficient matters to report“); ähnlich *Schoch*, *Interessenkonflikte bei kollektiven Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern* (2021), S. 361 ff.

fonds, Family Offices und Stiftungsvermögen.⁷⁸¹ Auch die Vermögensverwalter werden terminologisch nicht ihrerseits als institutionelle Anleger begriffen, sondern als eigenständige Kategorie. Laut der Definition in § 134a Abs. 1 Nr. 2 AktG erfasst diese Kategorie Kapitalverwaltungsgesellschaften i.S.d. KAGB und Finanzportfolioverwalter i.S.d. KWG und WpIG.⁷⁸²

Nach teilweise vertretener Ansicht soll der Anwendungsbereich dem Zweck der Vorschriften nach auf die Vermögensverwaltung für institutionelle Anleger i.S.d. § 134a Abs. 1 Nr. 1 AktG begrenzt sein.⁷⁸³ Von einer Ausklammerung jedenfalls der individuellen Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute geht auch die Gesetzesbegründung aus.⁷⁸⁴ Im Wortlaut der Vorschriften und der Richtlinie findet diese Auffassung allerdings wenig Rückhalt: Im Gegenteil spricht Art. 1 Abs. 6 lit. b ARRL von Vermögensverwaltern, „soweit diese im Namen von Anlegern“ tätig werden. Hinsichtlich des relevanten Investitionsgegenstands („in solche Aktien“) nimmt die Definitionsnorm dabei ausdrücklich auf die Definition von institutionellen Anlegern im vorhergehenden Buchstaben Bezug. Bei einer Beschränkung des Anwendungsbereichs im genannten Sinn würde man daher eher die Formulierung „soweit diese im Namen von *solchen* Anlegern in solche Aktien investieren“ erwarten. Im Übrigen überzeugt auch das teleologische Argument, die ARRL II habe nur Interessenkonflikte zwischen Vermögensverwaltern und institutionellen Anlegern im Blick,⁷⁸⁵ wenig. ErwG 16 Satz 2 ARRL II spricht allgemein von einer „Sensibilisierung der Anleger“ durch die Transparenz der Mitwirkungspolitik. Auch hängt der Prinzipal-Agent-Konflikt zwischen Anleger und Vermögensverwalter nicht entscheidend davon ab, ob der Anleger ein institutioneller ist oder nicht.

781 Vgl. Freitag, AG 2014, 647, 650; Baums, ZHR 183 (2019), 605, 607; Brellocks, ZHR 185 (2021), 319, 334; BeckOGKActG/Rieckers, § 134a AktG Rn. 20; Grigoleit/Splinter, § 134a AktG Rn. 23; mit rechtspolitischer Kritik Inci, Shareholder Engagement (2018), S. 150 f.

782 Zu Einzelfragen der Reichweite des KAGB-Verweises Ruppel, ZGR 2022, 219, 221 ff.

783 Zetzsche, AG 2020, 637, 640.

784 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 100: Insoweit stünde das „individuelle Vertragsverhältnis“ im Vordergrund; zustimmend BeckOGKActG/Rieckers, § 134a AktG Rn. 26; K. Schmidt/Lutter/Illhardt, § 134a AktG Rn. 33. Dieses Argument leuchtet nicht ein: Gerade das Verhältnis zwischen Privatanleger und Kreditinstitut dürfte praktisch oft weniger individuelle Prägung aufweisen als die Abreden zwischen Kreditinstitut und institutionellen Kunden.

785 Zetzsche, AG 2020, 637, 640.

Territorial ist der Anwendungsbereich auf solche institutionellen Anleger und Vermögensverwalter begrenzt, die im Inland zugelassen sind (§ 134a Abs. 2 lit. a, b AktG i.V.m. Art. 1 Abs. 2 Uabs. 2 lit. a ARRL).⁷⁸⁶ Im Fall von Investmentvermögen soll es dabei nach der Gesetzesbegründung genügen, dass entweder der Fonds oder die Verwaltungsgesellschaft im Inland zugelassen ist.⁷⁸⁷ Soweit institutionelle Anleger und Vermögensverwalter auch der Umsetzung der Art. 3g, 3h ARRL in anderen Mitgliedstaaten unterliegen, genügen sie nach der Vorstellung des Gesetzgebers mit der Befolgung der dort geltenden Vorschriften grundsätzlich auch den §§ 134a ff. AktG.⁷⁸⁸ Durch diesen ungeschriebenen Gleichwertigkeitsmechanismus will der Gesetzgeber die einheitliche Erfüllung der auf Unions-ebene unzureichend konkretisierten Berichtspflichten im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr ermöglichen.⁷⁸⁹

Der Anwendungsbereich der §§ 134a ff. AktG ist weiterhin auf Beteiligungen an börsennotierten Gesellschaften beschränkt. Auf die Beteiligungsquote kommt es dabei nicht an.⁷⁹⁰ Umstritten ist, ob die Vorschriften nur mit Blick auf Aktien von Gesellschaften mit Sitz in der EU (bzw. im EWR) gelten und ob eine Notierung gerade an EU-Börsen erforderlich ist. Die Regierungsbegründung sprach sich für die Verneinung beider Fragen aus, freilich ohne dies konkret im Gesetz zu regeln.⁷⁹¹ Der Wortlaut des Richtlinien texts, auf den § 134a Abs. 2 AktG verweist, spricht dafür, dass jedenfalls eine EU-Börsennotierung erforderlich ist. In Art. 1 Abs. 6 lit. a ARRL ist von Gesellschaften die Rede, deren Aktien zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind. Wegen der Definition des geregelten Marktes verweist Art. 2 lit. a ARRL auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 21 MiFID II. Geregelte Märkte im Sinn dieser Vorschrift sind aber nur die in der EU

786 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 99; *Zetzsche*, AG 2020, 637, 641.

787 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 99; für Abstellen allein auf den Herkunftsstaat des Verwalters – jedenfalls wenn dieser in der EU belegen ist – aber *Brel-locks*, ZHR 185 (2021), 319, 332; BeckOGKAktG/*Rieckers*, § 134a AktG Rn. 36; Grigoleit/*Splinter*, § 134a AktG Rn. 20.

788 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 100.

789 *Zetzsche*, AG 2020, 637, 639, 643.

790 *Zetzsche*, AG 2020, 637, 641.

791 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 99; siehe auch *Paschos/Goslar*, AG 2018, 857, 872; *Tröger*, ZGR 2019, 126, 141 f.; BeckOGKAktG/*Rieckers*, § 134a AktG Rn. 34; *Bürgers/Körber/Lieder/Holzborn*, § 134a AktG Rn. 5; Grigoleit/*Splinter*, § 134a AktG Rn. 15; *Henssler/Strohn/Liebscher*, § 134a AktG Rn. 5; *K. Schmidt/Lutter/ Illhardt*, § 134a AktG Rn. 28.

zugelassenen Börsen.⁷⁹² Dies kommt beispielsweise in der Systematik der Handlungspflichten für börsennotierte Aktien in Art. 23 Abs. 1 MiFIR zum Ausdruck: Diese Pflichten können Wertpapierfirmen durch den Handel an geregelten Märkten, im Rahmen von multilateralen Handelssystemen, über einen systematischen Internalisierer *oder* durch den Handel an gleichwertigen Drittlandhandelsplätzen erfüllen. Soweit die Vorschriften der ARRL an anderer Stelle ausdrücklich auf in Mitgliedstaaten belegene oder betriebene geregelte Märkte Bezug nehmen (vgl. Art. 1 Abs. 5 und Abs. 6 lit. c ARRL),⁷⁹³ sind diese Einschränkungen als deklaratorisch anzusehen und nötigen nicht zwangsläufig zum Umkehrschluss. Die Verortung der Regelungen im Gesellschaftsrecht – so diskussionswürdig sie rechtspolitisch sein mag⁷⁹⁴ – spricht zudem unter systematischen Gesichtspunkten für eine Beschränkung auf Gesellschaften mit Sitz in der EU. Das kumulative Erfordernis „EU-Sitz plus EU-Börsennotierung“ kommt nicht zuletzt prominent in Art. 1 Abs. 1 Satz 1 ARRL zum Ausdruck.⁷⁹⁵

3. Stewardship-Transparenz (§ 134b AktG)

Die Berichtspflicht nach § 134b AktG ist von vornherein nur eine Comply-or-Explain-Pflicht (Abs. 4). Laut der Gesetzesbegründung kann ein Absehen von der Erfüllung der Vorgaben insbesondere für institutionelle Anleger sinnvoll sein, die ihre Stewardship-Aktivitäten an einen Vermögensverwalter delegiert haben: Sie hätten jenseits des Umstands der Delegation nichts Nennenswertes zu berichten.⁷⁹⁶ Die zulässigen Begründungen sind aber nicht auf Fälle der Zwecklosigkeit der Berichtspflicht beschränkt: Das Gesetz stellt keine besonderen Anforderungen an den Opt-Out und erlaubt z.B. auch ein Absehen aus Kostengründen.⁷⁹⁷

792 *Zetzsche*, AG 2020, 637, 641; *Mülbert*, AG 2021, 53, 56 f.; *Ruppel*, ZGR 2022, 219, 232 f.

793 Mit Verweis hierauf RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 99; *Grigoleit/Splinter*, § 134a AktG Rn. 15; *Hirte/Heidel/Kell*, ARRL II Rn. 32.

794 Unten § 5 A.II.3.

795 So auch *Zetzsche*, AG 2020, 637, 642 (wenngleich zweifelnd wegen der fehlenden Inbezugnahme des Sitzfordernisses in Art. 1 Abs. 6 ARRL); mit Hinweis auf Art. 1 Abs. 1 ARRL auch *Brellocks*, ZHR 185 (2021), 319, 333.

796 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 102.

797 *Zetzsche*, AG 2020, 637, 646; zustimmend *Gröntgen* (2020), Operativer shareholder activism, S. 177; mit Verständnis als „echtes“ Comply-or-Explain auch *Tröger*, ZGR 2019, 126, 143; *Koch*, BKR 2020, 1, 4; *Bürkle*, VersR 2021, 1, 7; zum Richtlinienentwurf *Inci*, Shareholder Engagement (2018), S. 204 f.

Soweit sich die institutionellen Anleger und Vermögensverwalter für die „Comply“-Route entscheiden, haben sie auf ihrer Internetseite zunächst eine Beschreibung ihrer Mitwirkungspolitik zu veröffentlichen (§ 134 Abs. 1 AktG), die auf die Überwachung der Portfoliogesellschaften (Nr. 2), die Ausübung förmlicher Aktionärsrechte (Nr. 1), engagements (Nr. 3), die Zusammenarbeit mit anderen Aktionären (Nr. 4) und den Umgang mit Interessenkonflikten (Nr. 5) eingeht. Neben der abstrakten Erläuterung der Mitwirkungspolitik schreibt § 134b Abs. 2 AktG einen jährlichen Bericht über ihre Umsetzung mit „Erläuterungen allgemeiner Art“ vor. Details zu Form, Art und Umfang der jeweiligen Ausführungen regelt das Gesetz nicht, auch die Gesetzesbegründung beschränkt sich weitestgehend auf eine Wiedergabe der in § 134b Abs. 1 AktG umgesetzten Vorgaben des Art. 3g Abs. 1 lit. a ARRL.⁷⁹⁸ Mit Blick auf die Common Ownership-Problematik findet sich in den Gesetzesmaterialien der Hinweis, dass insoweit auf eine „übereilte Regelung“ verzichtet wurde.⁷⁹⁹ Indirekte Horizontalverflechtungen dürften hiernach nicht per se als berichtspflichtiger Interessenkonflikt i.S.d. § 134b Abs. 1 Nr. 5 AktG anzusehen sein.⁸⁰⁰ Im Übrigen bleibt die Konkretisierung weitestgehend der Praxis überlassen.⁸⁰¹

Die vielleicht interessanteste, weil konkrete Vorgänge betreffende Offenlegungsvorgabe findet sich in § 134b Abs. 3 AktG: Hiernach haben institutionelle Anleger und Vermögensverwalter ihr Abstimmungsverhalten zu veröffentlichen, mit Ausnahme von Stimmabgaben, die wegen des Gegenstands der Abstimmung oder des Umfangs der Beteiligung „unbedeutend“ waren. Nach der Gesetzesbegründung ist es in erster Linie Sache der Berichtspflichtigen selbst, die „Bedeutung“ der Stimmrechtsgaben zu beurteilen: Diese seien „am besten berufen [...], in ihrem Geschäftsfeld das Wichtige vom Unwichtigen zu trennen.“⁸⁰² Ihnen dürfte hierbei ein weiter Spielraum zustehen, der nur eingeschränkt der gerichtlichen Kon-

798 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 101 f.

799 Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz, Beschlussempfehlung und Bericht zum ARUG II-Entwurf, BT-Drs. 19/15153, S. 52.

800 *Zetsche*, AG 2020, 637, 645; BeckOGKActG/*Rieckers*, § 134b AktG Rn. 19; K. Schmidt/Lutter/*Illhardt*, § 134b AktG Rn. 16; weitergehend aber *Florstedt*, ZIP 2019, 1693, 1697 („Konfliktlage auf Seiten der Common Owner [...] ohne weiteres subsumierbar“).

801 Kritisch zur mangelnden Konkretisierung etwa *Gröntgen*, Operativer shareholder activism (2020), S. 177, 184; zum Richtlinienentwurf *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre im deutschen Aktienrecht (2019), S. 215 ff.

802 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 101 f.

trolle unterliegt.⁸⁰³ Als Beispiel für Stimmabgaben, die wegen der Art des Abstimmungsgegenstands als unbedeutend anzusehen sind, verwies die Gesetzesbegründung auf verfahrensrechtliche Angelegenheiten.⁸⁰⁴ Für die Bedeutungslosigkeit wegen des „Umfangs der Beteiligung“ soll es nach ErwG 18 Satz 3 ARRL II auf die relative Bedeutung der Beteiligung im Portfolio des institutionellen Anlegers oder Vermögensverwalters ankommen. Als Richtschnur für eine Grenze, unterhalb derer es vertretbar sein soll, Stimmabgaben generell nicht zu veröffentlichen, wird in der Literatur 1 % des Portfoliowerts genannt.⁸⁰⁵

4. Verhältnis von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern (§ 134c AktG)

§ 134c Abs. 1 AktG regelt zunächst eine für Zwecke der vorliegenden Untersuchung nicht näher interessierende Berichtspflicht institutioneller Anleger über die Ausrichtung ihrer Anlagestrategie an dem Profil und der Laufzeit ihrer Verbindlichkeiten. Ein Comply-or-Explain-Mechanismus ist insoweit nicht vorgesehen, allerdings steht die genaue Darstellung auch hier im Ermessen der Verpflichteten.⁸⁰⁶ Auch diese Angaben erfolgen per Interneterklärung (§ 134c Abs. 3 AktG). Versicherungsunternehmen können stattdessen für eine Offenlegung in ihrem Solvabilitäts- und Finanzbericht optieren (§ 40 Abs. 2 Satz 4 und 5 VAG).

§ 134c Abs. 2 Satz 1 AktG regelt eine Berichtspflicht der institutionellen Anleger über die Vereinbarungen mit für sie handelnden Vermögensverwaltern. Hiervon erfasst sind jedenfalls Konstellationen individueller Finanzportfolioverwaltung.⁸⁰⁷ Nicht abschließend geklärt ist, unter welchen Umständen auch bei Beteiligung institutioneller Anleger an kollektiven Vehikeln ein Handeln des Verwalters für den Anleger vorliegt. Die Gesetzesbegründung sprach sich für eine Erfassung „sämtliche[r] Verwaltungs-

803 Koch, BKR 2020, 1, 5; BeckOGKAktG/Rieckers, § 134b AktG Rn. 29; K. Schmidt/Lutter/Illhardt, § 134b AktG Rn. 15; für restriktive Auslegung allerdings Grigolet/Splinter, § 134b AktG Rn. 17; Hensler/Strohn/Liebscher, § 134b AktG Rn. 9.

804 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 101. Zu weit dürfte es gehen, selbst Abschlussprüferwahlen und Entlastungsbeschlüsse als regelmäßig wegen der Art des Abstimmungsgegenstands unbedeutend einzuordnen; dafür aber Brellocks, ZHR 185 (2021), 319, 344; BeckOGKAktG/Rieckers, § 134b AktG Rn. 30.

805 Zetzsche, AG 2020, 637, 646.

806 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 103.

807 Zetzsche, AG 2020, 637, 648.

formen“ aus.⁸⁰⁸ Einschränkung wird es bei kollektiven Verwaltungen aber entscheidend darauf ankommen müssen, ob nach den konkreten Verhältnissen im Einzelfall damit zu rechnen ist, dass der Vermögensverwalter die Interessen eines bestimmten Anlegers oder einer bestimmten Anlegergruppe in besonderer Weise bei der Verwaltung berücksichtigt.⁸⁰⁹ Die Offenlegungspflicht erstreckt sich unter anderem auch auf Angaben zur Mitwirkung des Vermögensverwalters in den Portfoliogesellschaften einschließlich Fragen der Wertpapierleihe (§ 134c Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 AktG). Falls zu offenlegungspflichtigen Punkten keine Vereinbarung getroffen wurde, ist dies zu erklären und zu begründen (§ 134c Abs. 2 Satz 3 AktG). Die Veröffentlichung kann auch per Interneterklärung des Vermögensverwalters erfolgen, für den institutionellen Anleger genügt dann der Verweis auf diese Erklärung (§ 134c Abs. 3 Satz 2 AktG).

§ 134c Abs. 4 Satz 1 AktG verpflichtet die Vermögensverwalter zudem, den institutionellen Anlegern jährlich über die Umsetzung der Vereinbarung zu berichten. Anstelle des individuellen, nicht offenlegungspflichtigen Berichts kann auch eine Veröffentlichung durch den Vermögensverwalter erfolgen (§ 134c Abs. 4 Satz 2 AktG). Soweit kollektive Anlagevehikel unter Abs. 2 fallen und es sich dabei um Publikumsinvestmentvermögen i.S.d. § 1 Abs. 6 Satz 2 KAGB handelt, ist die Veröffentlichung verpflichtend, und zwar entweder im Jahresbericht oder per dortigem Verweis auf die Interneterklärung (§ 101 Abs. 2 Nr. 5 KAGB).⁸¹⁰ Soweit die Mitwirkungspolitik betroffen ist, gehen die entsprechenden Angabepflichten allerdings nicht über diejenigen des § 134b Abs. 2 AktG hinaus.⁸¹¹

5. Hoheitliche Durchsetzung

Inwieweit Verstöße gegen die §§ 134a ff. AktG Schadensersatzansprüche zugunsten der Endanleger begründen können, soll hier nicht vertieft wer-

808 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 103; siehe auch BeckOGK AktG/Rieckers, § 134c AktG Rn. 16; K. Schmidt/Lutter/Illhardt, § 134c AktG Rn. 7.

809 Vgl. *Zetsche*, AG 2020, 637, 649, der insoweit vertritt, dass mindestens eine 5%ige Beteiligung am Investmentvermögen nötig sei, nach den Umständen des Einzelfalls ggf. aber auch mehr; gegen diese verengende Handhabung allerdings *Ruppel*, ZGR 2022, 219, 248 f.

810 *Zetsche*, AG 2020, 637, 651.

811 *Zetsche*, AG 2020, 637, 649.

den.⁸¹² Spätestens Kausalitäts- und Schadensnachweis dürften in der Praxis kaum überwindbare Probleme bereiten, auch dürften die mit der Rechtsverfolgung verbundenen Kosten und Risiken für den einzelnen Anleger oftmals den erwarteten Nutzen übersteigen.⁸¹³ Es ist daher kaum damit zu rechnen, dass die private Rechtsdurchsetzung im Bereich der §§ 134a ff. AktG nennenswerte praktische Bedeutung erlangen wird.⁸¹⁴ Umso interessanter sind vor diesem Hintergrund aber die Regelungen zur hoheitlichen Durchsetzung der Vorschriften.⁸¹⁵

Das Aktiengesetz enthält insoweit nur einen recht eng umgrenzten Bußgeldtatbestand. Nach § 405 Abs. 2a Nr. 8 und 9 AktG handelt ordnungswidrig, wer eine Information nach §§ 134b, 134c AktG „nicht oder nicht mindestens drei Jahre zugänglich macht“. Das maximale Bußgeld von 25.000 EUR (§ 405 Abs. 4 AktG) fällt dabei in Zeiten „drakonischer“⁸¹⁶ umsatzabhängiger Sanktionsdrohungen im Kapitalmarktrecht⁸¹⁷ eher moderat aus.⁸¹⁸ Darüber hinaus sind auch die Tatbestandsvoraussetzungen sehr restriktiv gefasst: Dem Wortlaut nach erstreckt sich die Bußgeldandrohung nur auf das „Ob“ („nicht oder nicht mindestens drei Jahre“), nicht aber auch auf das „Wie“ der Berichterstattung.⁸¹⁹ Im letzteren Fall formuliert das Gesetz, einschließlich in anderen durch das ARUG II eingefügten Nummern des § 405 Abs. 2a AktG, üblicherweise anders („nicht, nicht richtig, nicht vollständig oder nicht rechtzeitig“). Selbst wenn man bereit wäre, trotz dieser Bedenken zumindest wesentliche Falschinforma-

812 Dazu etwa BeckOGKAktG/*Rieckers*, § 134b AktG Rn. 42 (vertragsrechtliche Haftung nach „§ 280 Abs. 1 BGB grundsätzlich denkbar“, aber Schutzgesetzzeigenschaft i.S.d. § 283 Abs. 2 BGB zweifelhaft).

813 Vgl. *Freitag*, AG 2014, 647, 653 f.; *Baums*, ZHR 183 (2019), 605, 610; *Tröger*, ZGR 2019, 126, 149; BeckOGKAktG/*Rieckers*, § 134b AktG Rn. 42; *Grigolet/Splinter*, § 134b Rn. 20; *K. Schmidt/Lutter/Illhardt*, § 134b Rn. 24.

814 Prägnant *Koch*, BKR 2020, 1, 3 („Frage nach einer zivilrechtlichen Haftung mag zwar den Theoretiker faszinieren, wird aber für die Praxis keinerlei Relevanz haben“). Zur begrenzten Rolle des Abschlussprüfers *Baums*, ZHR 183 (2019), 605, 610 ff.; *Bürkle*, VersR 2021, 1, 10.

815 Ausführlicher zur Bedeutung hoheitlicher Durchsetzungsmechanismen im Rahmen von Transparenzvorschriften noch unten § 5 A.I.2, § 5 A.II.3 und mit Blick auf die Verhaltenspflichten § 5 B.I.

816 *von Buttler*, BB 2014, 451, 454; *Seibt*, DB 2015, M5; *Wafmer*, ZWH 2018, 233, 236.

817 Beispielfhaft §§ 120 Abs. 17 bis 22a WpHG, 340 Abs. 7 Satz 1 Nr. 1 bis 2a KAGB.

818 *Dahmen*, GWR 2019, 117, 118; *Koch*, BKR 2020, 1, 3.

819 *Koch*, BKR 2020, 1, 3; BeckOGKAktG/*Rieckers*, § 134b AktG Rn. 41; *Bürgers/Körper/Lieder/Holzborn*, § 134b AktG Rn. 6; *K. Schmidt/Lutter/Illhardt*, § 134b AktG Rn. 23.

tionen oder Unvollständigkeiten als Nicht-Zugänglichmachung der richtigen, vollständigen Information unter die Vorschrift zu subsumieren,⁸²⁰ bliebe der Tatbestand auf vorsätzliche Verstöße beschränkt.⁸²¹ Nach dem Grundsatz des § 10 OWiG kann fahrlässiges Handeln nur als Ordnungswidrigkeit geahndet werden, wenn sich die gesetzliche Bußgeldandrohung ausdrücklich auf solches Handeln erstreckt. Anders als in modernen kapitalmarktrechtlichen Bußgeldvorschriften üblich⁸²² wird die fahrlässige oder zumindest leichtfertige Begehung in § 405 Abs. 2a AktG aber nicht erwähnt.

Die Zuständigkeit für die Verfolgung von Ordnungswidrigkeiten nach § 405 Abs. 2a Nr. 8 und 9 AktG vertraute das ARUG II zunächst dem Bundesamt für Justiz (Bfj) an (§ 405 Abs. 5 Nr. 2 AktG in der Fassung des ARUG II). Das Bfj sollte hier nach der gesetzlichen Konzeption als reine Verfolgungsbehörde operieren: Verwaltungsrechtliche Befugnisse zur Durchsetzung der aktienrechtlichen Bestimmungen in seinem Zuständigkeitsbereich hat die Behörde nicht.⁸²³ Mit dem Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz (FISG) hat der Gesetzgeber die Zuständigkeitsregelung in § 405 Abs. 5 AktG geändert. Die BaFin ist hiernach weiterhin für die Verfolgung von Ordnungswidrigkeiten im Zusammenhang mit der Publizität von Related Party Transactions (§ 405 Abs. 2a Nr. 6 AktG) zuständig sowie für die prüfungsbezogenen Ordnungswidrigkeiten (§ 405 Abs. 3b und 3c AktG) bei Banken und Versicherungen (§ 405 Abs. 5 Nr. 1 AktG). Die Zuständigkeit des Bfj hingegen beschränkt sich nunmehr wie bereits vor dem ARUG II auf die prüfungsbezogenen Ordnungswidrigkeiten (§ 405

820 *Zetzsche*, AG 2020, 637, 657.

821 Vgl. BeckOGKAktG/*Rieckers*, § 134b AktG Rn. 41; entgegen *Illner/Hoffmann*, ZWH 2019, 81, 86, 89, die ohne nähere Begründung davon ausgehen, § 405 Abs. 2a AktG greife schon bei leichter Fahrlässigkeit. Nicht vertieft sei hier die Problematik, inwieweit sich der Vorsatz bei Tatbeständen der in Rede stehenden Art auch auf den Inhalt der Offenlegungspflicht beziehen muss; dazu speziell unter dem Blickwinkel des Kapitalmarktrechts etwa *Dinter/David*, ZIP 2017, 893. Ferner könnte sich im Einzelfall die Frage stellen, inwieweit angesichts der unklaren und weder durch Aufsichtspraxis und Rechtsprechung konkretisierten Rechtslage zumindest bei Einholung vorherigen Rechtsrats ein Verbotsirrtum in Betracht kommt; allgemein dazu etwa *Busch*, wistra 2020, 184.

822 Beispielhaft §§ 120 Abs. 2 bis 8 WpHG, 340 Abs. 2 bis 6f KAGB.

823 Vgl. auch § 2 Abs. 1 BfjG („Das Bundesamt nimmt Aufgaben des Bundes auf den Gebieten des Registerwesens, des internationalen Rechtsverkehrs, der Verfolgung und Ahndung von Ordnungswidrigkeiten und der allgemeinen Justizverwaltung wahr, die ihm durch dieses Gesetz oder andere Bundesgesetze oder auf Grund dieser Gesetze zugewiesen werden.“).

Abs. 3b und 3c AktG) bei kapitalmarktorientierten Gesellschaften exklusive Banken und Versicherungen. Die Gesetzesbegründung führt aus, dass mit dieser Änderung ein Redaktionsversehen aus dem ARUG II berichtigt werden soll.⁸²⁴ Dieses Redaktionsversehen bestand offenbar darin, dass bei der Formulierung des ARUG II die Vorschrift des § 405 Abs. 5 AktG in der durch das Abschlussprüferreformgesetz (AReG) geänderten Fassung fälschlich dahingehend verstanden wurde, dass das BfJ vor dem ARUG II grundsätzlich für alle Tatbestände des § 405 AktG zuständig war. Tatsächlich ging es in besagter Fassung des § 405 Abs. 5 AktG aber nur um die durch das AReG eingefügten prüfungsbezogenen Ordnungswidrigkeiten: Nur für diese erklärte das AReG bei Banken und Versicherungen die BaFin und im Übrigen das BfJ zuständig. Wegen der anderen Tatbestände des § 405 AktG verblieb es mangels besonderer Zuweisung bei der allgemeinen Regelung des § 36 Abs. 1 Nr. 2 OWiG.⁸²⁵ Dieser Zustand wurde durch das FISG wiederhergestellt, mit Ausnahme der Zuständigkeit der BaFin bei der Publizität von Related Party Transactions, aber einschließlich der anderen durch das ARUG II zwischenzeitlich eingefügten Bußgeldvorschriften wie diejenigen betreffend die §§ 134a ff. AktG.

Nach weitergehenden Ausführungen zur behördlichen Durchsetzung dieser Vorschriften sucht man in den Begründungen des ARUG II und des FISG vergeblich. Es ist hilfreich, hier im Ausgangspunkt zwei Fragen auseinanderzuhalten. Erstens, fällt die Durchsetzung der §§ 134b, 134c AktG mit präventiv-verwaltungsrechtlichen Mitteln in den Zuständigkeitsbereich der BaFin in ihrer Funktion als Aufsichtsbehörde für Kapitalverwaltungsgesellschaften, Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Versicherungsunternehmen? Zweitens, wer ist i.S.d. § 36 Abs. 1 Nr. 2 OWiG die zuständige Behörde für die repressiven Sanktionen, die in § 405 Abs. 2a Nr. 8 und 9 AktG geregelt sind?

Die erste Frage ist nach hier vertretener Auffassung *de lege lata* zu verneinen.⁸²⁶ Hierfür spricht entscheidend das beredete Schweigen sowohl des

824 RegE FISG, BT-Drs. 19/26966, S. 118.

825 Das „im Übrigen“ am Ende des § 405 Abs. 5 in der Fassung des AReG bezog sich nach dem Willen des damaligen Gesetzgebers nur auf die eingangs der Vorschrift genannten Fälle der Absätze 3b bis 3d. Zweck der Regelung war es, einen Gleichlauf mit den entsprechenden Zuständigkeiten nach HGB herzustellen, siehe RegE AReG, BT-Drs. 18/7219, S. 58.

826 Ebenso *Zetzsche*, AG 2020, 637, 639; *Bürkle*, VersR 2021, 1, 10 f. (zur Versicherungsaufsicht); differenzierend, aber mit Blick auf Versicherungsunternehmen und Finanzportfolioverwalter weitergehend *Baums*, ZHR 183 (2019), 605, 612 ff.; auf dessen Ausführungen verweisend *Koch*, BKR 2020, 1, 2 mit Fn. 14

ARUG II- als auch des FISG-Gesetzgebers. Sollten die §§ 134b, 134c AktG nach dem Willen des Gesetzgebers Teil des Aufsichtsprogramms der BaFin werden, wäre zu erwarten gewesen, dass sich diese Intention zumindest ansatzweise in den verabschiedeten Vorschriften oder zumindest den Gesetzesbegründungen niederschlägt. Dies ist aber nicht der Fall. Schon die systematische Verortung der Vorschriften im Aktiengesetz statt in den entsprechenden Fachgesetzen spricht eher gegen als für eine solche Intention des Gesetzgebers. Jedenfalls aber hätte sich eine Klarstellung in den Fachgesetzen angeboten, dass die Einhaltung der einschlägigen Vorschriften von der BaFin überwacht wird. Auch soweit beaufsichtigten Finanzintermediären per unmittelbar anwendbaren EU-Verordnungen neue Pflichten auferlegt werden, entspricht es ständiger Übung, die Zuständigkeit der BaFin gesondert klarzustellen. Beispielhaft genannt seien hier die durch das Fondsstandortgesetz eingefügten §§ 10 Abs. 3 WpHG, 5 Abs. 13 KAGB und 295 Abs. 1 Nr. 5 und 6 VAG betreffend die Offenlegungsvorgaben der Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)⁸²⁷ und der Taxonomieverordnung^{828, 829}. Wäre der Gesetzgeber davon ausgegangen, dass die BaFin zur Überwachung der §§ 134b, 134c AktG zuständig sein soll, wäre ferner zu erwarten gewesen, dass er die BaFin ausdrücklich für Zwecke der Bußgeldvorschrift als Verwaltungsbehörde i.S.d. § 36 Abs. 1 Nr. 1 OWiG benennt, wie es auch in den fachaufsichtsrechtlichen Gesetzen üblich ist (vgl. §§ 121 WpHG, 60 KWG, 83 Abs. 10 WpIG, 340 Abs. 10 KAGB, 333 VAG). Auch die Ausführungen zum Erfüllungsaufwand der Verwaltung im Gesetzesentwurf für das ARUG II sprechen dafür, dass der Gesetzgeber weder Raum noch Notwendigkeit für eine verwaltungsrechtliche Durchsetzung der §§ 134a ff. AktG sah. Hier findet sich allein eine Schätzung des Erfüllungsaufwands für die Gesamtheit der durch das ARUG II geschaffenen Bußgeldtatbestände (71.000 EUR per annum), verbunden mit der stereotypen Begründung, „generell“ werde „davon ausgegangen, dass die Normadressaten die gesetzlichen Vorgaben einhalten.“⁸³⁰ Vor dem Hintergrund dieser Beobachtungen ist davon auszugehen, dass sich der Gesetzgeber bewusst dafür entschieden hat, jenseits des Bußgeldtatbestands auf

und Mülbart, AG 2021, 53, 55 mit Fn. 17; offen gelassen bei Tröger, ZGR 2019, 126, 149 f. Zu rechtspolitischen Bedenken unten § 5 A.II.3 und zum Änderungsbedarf *de lege ferenda* § 5 A.IV.

827 Verordnung (EU) 2088/2019.

828 Verordnung (EU) 2020/852.

829 Vgl. auch Bürkle, VersR 2021, 1, 11 (mit Verweis auf Art. 14 Abs. 1 SFDR und Art. 21 Abs. 1 Taxonomieverordnung).

830 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 56.

behördliche Mechanismen zur unmittelbaren Durchsetzung der §§ 134a ff. AktG zu verzichten.

Jedenfalls mit Blick auf Vermögensverwalter, die dem KAGB unterliegen, können umfassende direkte Aufsichts Kompetenzen der BaFin zur Durchsetzung der §§ 134a ff. AktG auch nicht über die einschlägige fachaufsichtsrechtliche Generalklausel konstruiert werden. § 5 KAGB, der die wesentlichen Eingriffsbefugnisse der BaFin regelt, spricht in Abs. 1 davon, dass die BaFin „die Aufsicht nach den Vorschriften dieses Gesetzes“ ausübt. Nach der Befugnisgrundlage in Abs. 6 Satz 1 überwacht die BaFin „die Einhaltung der Verbote und Gebote dieses Gesetzes und der auf Grund dieses Gesetzes erlassenen Bestimmungen und kann Anordnungen treffen, die zu ihrer Durchsetzung geeignet und erforderlich sind.“ Die BaFin ist mithin nicht allein deshalb befugt, gegenüber Kapitalverwaltungsgesellschaften Anordnungen zur Durchsetzung der §§ 134a ff. AktG zu treffen, weil der Anwendungsbereich dieser Vorschriften an die Zulassung anknüpft. Maßgeblich ist vielmehr, ob es sich um KAGB-Vorschriften handelt. Andere gesetzliche Vorschriften entfalten nur indirekt Relevanz für die Aufsicht: Nach § 26 Abs. 2 Nr. 5 KAGB gehört es zu den allgemeinen Verhaltenspflichten einer Kapitalverwaltungsgesellschaft, „alle auf die Ausübung ihrer Geschäftstätigkeit anwendbaren regulatorischen Anforderungen zu erfüllen“; weiterhin ist nach § 28 Abs. 1 Satz 1 KAGB die Gewährleistung der „Einhaltung der von der Kapitalverwaltungsgesellschaft zu beachtenden gesetzlichen Bestimmungen“ Gegenstand der allgemeinen Organisationspflicht.⁸³¹ Nachhaltige Verstöße gegen diese KAGB-Vorschriften können den Entzug der Zulassung (§ 39 Abs. 3 Nr. 6 KAGB) oder ein Abberufungsverlangen rechtfertigen (§ 40 Abs. 1 KAGB).⁸³²

In der Literatur wurde zwar darauf hingewiesen, dass die BaFin nach § 294 Abs. 2 Satz 2 VAG die „Einhaltung der Gesetze“ durch Versicherungsunternehmen beaufsichtigt und nach § 6 Abs. 3 KWG gegenüber Finanzportfolioverwaltern Maßnahmen zur Verhinderung oder Unterbindung von „Verstöße[n] gegen aufsichtsrechtliche Vorschriften“ treffen kann (siehe nunmehr auch § 5 Abs. 2 Satz 1 WpIG).⁸³³ Es leuchtet jedoch nicht ein, weshalb die Aufsichtsbefugnisse der BaFin in Bezug auf die §§ 134a ff. AktG bei den Versicherern und Finanzportfolioverwaltern weiter gehen sollten als bei den Kapitalverwaltungsgesellschaften. Mit Blick auf die gesetzgeberische Intention, diese Vorschriften keiner BaFin-Auf-

831 Mit Hinweis auf diese Vorschriften *Baums*, ZHR 183 (2019), 605, 613.

832 *Baums*, ZHR 183 (2019), 605, 613.

833 *Baums*, ZHR 183 (2019), 605, 612 ff.

sicht zu unterstellen, scheidet eine Anwendung der allgemeinen fachaufsichtsrechtlichen Befugnisgrundlagen vielmehr auch hier aus.⁸³⁴

Auch die BaFin selbst sah sich zumindest auf Basis der Rechtslage unter dem ARUG II nicht befugt, die Einhaltung der aktienrechtlichen Vorschriften direkt zu beaufsichtigen.⁸³⁵ Ihrer zutreffenden Ansicht nach spielen die Vorschriften nur indirekt eine Rolle, insoweit als wiederholte oder nachhaltige Verstöße für eine mangelhafte Geschäftsorganisation oder ein unzureichendes Risikomanagement sprechen können; insoweit will die Behörde aber nur reaktiv bei „entsprechende[n] Hinweisen“ tätig werden.⁸³⁶

Von der Frage nach den präventiven Kompetenzen der BaFin zu unterscheiden ist die Frage, wer nach den Änderungen durch das FISG die sachlich zuständige Verwaltungsbehörde für die repressive Sanktion nach § 405 Abs. 2a Nr. 8 und 9 AktG ist. Die Vorschrift des § 36 Abs. 1 Nr. 2 OWiG unterscheidet hier zwischen Ordnungswidrigkeiten in Gesetzen, die von Bundesbehörden ausgeführt werden, und anderen Gesetzen. „Ausführung“ meint dabei die verwaltungsmäßige Ausführung des bußgeldbewehrten Gesetzes; der Bußgeldtatbestand für sich genommen ist kein Gesetz, das i.S.d. Vorschrift „ausgeführt“ wird.⁸³⁷ Ginge man davon aus, dass die BaFin zumindest bei Versicherungsunternehmen und Finanzportfolioverwaltern zur Überwachung der §§ 134a ff. AktG zuständig ist, wäre die zuständige Verwaltungsbehörde für die Bußgeldvorschrift insoweit das BMF als das fachlich zuständige Bundesministerium (§ 36 Abs. 1 Nr. 2 lit. b OWiG i.V.m. § 2 FinDAG).⁸³⁸ Dieses könnte die Zuständigkeit durch Rechtsverordnung auf die BaFin oder eine andere Stelle übertragen (§ 36 Abs. 3 OWiG). Geht man mit der hier vertretenen Auffassung davon aus, dass die BaFin jenseits indirekter Konsequenzen nicht zur verwaltungsmäßigen Ausführung der §§ 134a ff. AktG befugt ist, verbleibt es in Gemäßheit des Grundsatzes der Verwaltung durch die Länder (Art. 83 GG) bei der Regel des § 36 Abs. 1 Nr. 2 lit. a OWiG. Zuständig ist hiernach die fachlich zuständige oberste Landesbehörde. Dies sind in der Regel

834 So im Ergebnis auch *Bürkle*, *VersR* 2021, 1, 10.

835 *BaFin-Journal* 3/2020, 38, 40.

836 *BaFin-Journal* 3/2020, 38, 40.

837 *KKOWiG/Lampe*, § 36 OWiG Rn. 6.

838 Bei Ausführung durch öffentlich-rechtliche Anstalten des Bundes ist das Bundesministerium fachlich zuständig, das die Aufsicht über die ausführende Behörde führt, *KKOWiG/Lampe*, § 36 OWiG Rn. 9. Auf die Frage, ob die §§ 134a ff. AktG in den Geschäftsbereich des BMJ oder des BMF fallen, käme es insoweit nicht an.

die Fachminister.⁸³⁹ Nach Landesrecht kann diese Zuständigkeit auch auf andere Stellen übertragen werden (§ 36 Abs. 2 OWiG). In Bayern etwa weist § 90 Abs. 1 Nr. 2 BayZustV die Zuständigkeit für die Verfolgung von Ordnungswidrigkeiten nach § 405 AktG den Regierungen als mittlerer Stufe der unmittelbaren Staatsverwaltung zu.

III. Sonstiges Aufsichtsrecht, insbesondere Art. 52 IFR

Jenseits der kollektiven Vermögensverwaltung sucht man im deutschen und europäischen Finanzmarktaufsichtsrecht weitgehend vergeblich nach Vorschriften, die sich dezidiert mit der Mitwirkung von Finanzintermediären in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften befassen.

Dies gilt insbesondere für den Komplex der Interessenwahrungspflichten. Stewardship-relevante Verhaltenspflichten ließen sich wie unter der OGAW-Richtlinie, der AIFM-Richtlinie und dem KAGB auch in anderen Zusammenhängen prinzipiell auf allgemein geregelte Grundsätzen stützen: für individuelle Finanzportfolioverwalter etwa auf die übergreifende Vorgabe, dass ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen seine Dienstleistungen „ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse seiner Kunden“ erbringen muss (Art. 24 Abs. 1 MiFID II; § 63 Abs. 1 WpHG) und für Lebensversicherungen und Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge auf den versicherungsaufsichtsrechtlichen „prudent person“-Standard.⁸⁴⁰ Trotz vereinzelter Ansätze im wissenschaftlichen Schrifttum⁸⁴¹ werden aus diesen prinzipienartigen Regelungen für die Praxis aber, soweit ersichtlich, bislang keine konkreten Anforderungen für das Mitwirkungsverhalten abgeleitet.⁸⁴²

839 KKOWiG/Lampe, § 36 OWiG Rn. 8.

840 Art. 19 Abs. 1 lit. a, b Richtlinie (EU) 2016/2341 (EbAV-Richtlinie), Art. 32 Solvency II; §§ 232 Abs. 1, 237 Abs. 1 Satz 1 i.V.m. § 124 VAG.

841 Für Herleitung einer Stimmpflicht aller institutionellen Investoren aus Treuhandverhältnis etwa Winkler, Verantwortung institutioneller Anleger (2008), S. 146 ff.; dagegen wiederum Schwarz, Institutionelle Stimmrechtsberatung (2013), S. 166 ff.

842 Vgl. auch Zetzsche, in: FS Baums (2017), S. 1517. Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung (2005), S. 911 f. leitet für die individuelle Vermögensverwaltung aus der Generalklausel zwar eine „Pflicht zur sorgfältigen Überwachung der Anlageobjekte“ ab, vertieft die Diskussion aber nur mit Blick auf die Überwachung der Wertentwicklung und die fortdauernde Einhaltung der Anlagerichtlinien; Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung (2006), S. 903 f. er-

Auch stewardship-relevante Transparenzvorschriften sind in den sonstigen sektoralen Aufsichtsvorschriften rar gesät. Eine praktisch möglicherweise wenig bedeutsame, für die Diskussion der Ausgestaltung solcher Transparenzvorschriften indes recht instruktive Ausnahme findet sich allerdings in der europäischen Wertpapierfirmen-Verordnung (IFR)⁸⁴³. Die Ende 2019 verabschiedete IFR enthält in erster Linie prudentielle Anforderungen für Wertpapierfirmen, die zuvor in der Kapitaladäquanz-Verordnung (CRR)⁸⁴⁴ geregelt waren. Nach Art. 52 IFR – überschrieben mit „Anlagestrategie“ – haben Wertpapierfirmen aber auch jährlich ihren Stimmrechtsanteil aus direkt und indirekt gehaltenen Aktien offenzulegen, nebst einer vollständigen Beschreibung des Abstimmungsverhaltens sowie einer Erläuterung des Rückgriffs auf Stimmrechtsberater und der einschlägigen Abstimmungsleitlinien. Zu den indirekt gehaltenen Aktien gehören dabei auch Aktien, die die Wertpapierfirma – namentlich im Wege der Finanzportfolioverwaltung – für Kunden verwaltet, soweit sie zur Ausübung der mit ihnen verbundenen Stimmrechte ermächtigt ist (vgl. Art. 52 Abs. 1 Satz 2 IFR).⁸⁴⁵

Die praktische Bedeutung des Art. 52 IFR scheint deshalb gering, weil der Anwendungsbereich der Vorschrift in zweifacher Hinsicht eng umgrenzt ist.

Der personale Anwendungsbereich setzt zunächst voraus, dass es sich um eine sog. Klasse 2-Wertpapierfirma handelt.⁸⁴⁶ Weiterhin muss diese Klasse 2-Wertpapierfirma über Vermögensverwerte von mehr als 100 Mio. EUR verfügen.⁸⁴⁷ Klasse 3-Wertpapierfirmen sind von der Anwendung des Art. 52 IFR befreit (Art. 46 Abs. 1, 2 IFR). Auf Klasse 1-Wertpapierfir-

wägt, eine Pflicht zur Stimmrechtsausübung aus der allgemeinen Interessenwahrungspflicht herzuleiten, verneint diese Frage aber.

843 Verordnung (EU) 2019/2033.

844 Verordnung (EU) 575/2013.

845 Siehe auch Delegierte Verordnung (EU) 2022/1159, Anhang II, Instruktion zu Tabelle IF IP1 Spalte e. Klärungsbedürftig, für Zwecke der vorliegenden Untersuchung aber nur von untergeordnetem Interesse scheint, ob auch reine Depotstimmrechte dem Anteil der indirekt gehaltenen Aktien i.S.d. Art. 52 IFR zuzurechnen sind. Die Frage ist nicht nur unter dem Blickwinkel der Stewardship-Transparenz von Bedeutung, sondern angesichts der Nicht-Zurechnung der Depotstimmrechte für Zwecke der §§ 33 ff. WpHG (oben Fn. 59) auch mit Blick auf die in Art. 52 Abs. 1 Satz 1 lit. a IFR geregelte Beteiligungstransparenz.

846 Siehe allgemein zur Klassifizierung der Wertpapierfirmen nach der IFR *Schuster/Nemeczek*, ZBB 2021, 35.

847 Art. 52 Abs. 1 IFR i.V.m. Art. 32 Abs. 4 lit. a Richtlinie (EU) 2019/2034 (IFD).

men finden die Vorschriften der IFR von vornherein keine Anwendung; sie werden nach der CRR wie Kreditinstitute beaufsichtigt.⁸⁴⁸ Die CRR kennt indessen – auch nach den Änderungen durch die IFR – keine dem Art. 52 IFR vergleichbare Vorschrift. Dass die weniger bedeutsamen Klasse 2-Firmen im hier interessierenden Regelungskontext weitergehenden Pflichten unterliegen als die größeren Klasse 1-Firmen, scheint aus systematischer Sicht etwas überraschend. Spätestens die Revisionsklausel des Art. 60 Abs. 1 lit. p IFR zeigt aber, dass es sich dabei nicht um ein Versehen, sondern um eine bewusste Entscheidung des Unionsgesetzgebers handelte.

In sachlicher Hinsicht ist der Anwendungsbereich der Vorschrift auf die Mitwirkung in Aktiengesellschaften begrenzt, bei denen eine Wertpapierfirma direkt oder indirekt mindestens 5 % der Stimmrechte hält (Art. 52 Abs. 2 Satz 1 IFR). Zudem müssen die Aktien an einem geregelten Markt notieren. Wie im Rahmen des Art. 1 Abs. 6 ARRL stellt sich die Frage, ob damit nur die geregelten Märkte der EU gemeint sind.⁸⁴⁹ Für die enge Sichtweise lässt sich vorliegend vor allem auch der Wortlaut des Art. 52 Abs. 1 Satz 1 lit. a IFR anführen: Hiernach ist der Anteil der gehaltenen Stimmrechte „aufgeschlüsselt nach *Mitgliedstaaten* und Sektoren“ offenzulegen (Hervorhebung durch Verfasser).⁸⁵⁰ Die Offenlegungspflicht im Hinblick auf das Abstimmungsverhalten gilt ferner dann nicht, wenn die Wertpapierfirma nur indirekt Aktien hält und von keinem einzigen Endanleger ermächtigt ist, die Stimmrechte ohne ausdrückliche Weisung (nach Erhalt der Tagesordnung) auszuüben (Art. 52 Abs. 1 Satz 2 IFR).

Die Offenlegungen nach Art. 52 IFR sind jeweils jährlich zum gleichen Tag wie der Jahresabschluss fällig (Art. 46 Abs. 1 IFR). Die Wahl des Veröffentlichungsmediums ist dabei den Wertpapierfirmen überlassen (Art. 46 Abs. 4 Satz 1 IFR). Für die konkrete inhaltliche Ausgestaltung der Offenlegungen sieht Art. 52 Abs. 3 IFR eine Konkretisierung auf Level 2

848 Für die sog. Klasse 1a-Wertpapierfirmen Art. 4 Abs. 1 lit. b CRR, für die Klasse 1b-Wertpapierfirmen Art. 1 Abs. 2 IFR und für Klasse 1c-Wertpapierfirmen Art. 1 Abs. 5 IFR. Art. 1 Abs. 4 IFR erklärt für Klasse 1b-Wertpapierfirmen die Berichtspflichten gegenüber den Aufsichtsbehörden nach Art. 55 und 59 IFR für „weiterhin“ anwendbar. Im Umkehrschluss sind hiernach die Offenlegungspflichten nach Art. 46 ff. IFR auch insoweit nicht auf Klasse 1-Wertpapierfirmen anwendbar, als diese weitergehende Pflichten als die CRR statuieren.

849 Vgl. oben § 4 B.II.2.

850 Mit anderer Einschätzung aber offenbar EBA, Final Report on Draft Regulatory Technical Standards on disclosure of investment policy by investment firms Article 52 [IFR], EBA/RTS/2021/08, S. 23.

durch Technische Regulierungsstandards (RTS) vor. Die englische Fassung spricht hier von „templates for disclosure“, die deutsche etwas unglücklich von „Bögen für die Offenlegung“. Der von der EBA Ende Oktober 2021 im Entwurf vorgelegte⁸⁵¹ und im März 2022 von der Kommission angenommene RTS setzt hier im Kern auf eine standardisierte Darstellung in Tabellenform mit detaillierten Instruktionen.⁸⁵² Dabei werden auch Angaben zur Organisation der Stimmrechtsausübung gefordert, einschließlich der „[n]umber of full time equivalents used to analyse resolutions and examine voting records“.⁸⁵³

Mit Blick auf die Transparenz der Abstimmungsentscheidungen verlangt Art. 52 Abs. 1 Satz 1 lit. b IFR eine „vollständige Beschreibung [des] Wahlverhaltens in den allgemeinen Hauptversammlungen der Unternehmen“. Bei der Umsetzung dieser Vorgabe verfolgt der RTS allerdings einen etwas eigenwilligen Ansatz, der deutlich von demjenigen des Form N-PX unter der ICA Proxy Voting Rule abweicht: Die Wertpapierfirmen haben hiernach *nicht* unter Angabe des jeweiligen Emittenten ihre konkreten Abstimmungsentscheidungen in einzelnen Hauptversammlungen offenzulegen. Stattdessen sollen sie nur gegliedert nach bestimmten Themenbereichen die Anzahl der Abstimmungsgegenstände angeben, bei denen sie jeweils dafür oder dagegen gestimmt oder sich enthalten haben.⁸⁵⁴

C. Zusammenfassung zu § 4

Das Kapitel hat zwecks Vorbereitung der rechtspolitischen Diskussion im nächsten Kapitel die gegenwärtigen rechtlichen Rahmenbedingungen für die Mitwirkung von Vermögensverwaltern in der Corporate Governance sondiert. Dabei wurden zunächst bestimmte Vorgaben des US-Rechts in den Blick genommen; diese sind nicht allein aus vergleichender Sicht von Interesse, sondern auch deshalb, weil sich das Innenverhältnis zwischen den zahlreichen US-Verwaltern in den Beteiligungsstrukturen deutscher und europäischer Gesellschaften und ihren Endanlegern nach US-Recht richtet. Schwerpunktmäßig wurden sodann die einschlägigen aufsichts-

851 EBA, Final Report on Draft Regulatory Technical Standards on disclosure of investment policy by investment firms under Article 52 [IFR], EBA/RTS/2021/08.

852 Delegierte Verordnung (EU) 2022/1159, Anhang I und Anhang II.

853 Delegierte Verordnung (EU) 2022/1159, Anhang I, Tabelle IF IP2.03 Reihe 3.

854 Delegierte Verordnung (EU) 2022/1159, Anhang I, Tabelle IF IP2.04 i.V.m. den einschlägigen Instruktionen in Anhang II.

und aktienrechtlichen Vorschriften in Deutschland in den Blick genommen, die weitgehend – wenn auch nicht ganz vollständig – auf unionsweit harmonisierten Vorgaben beruhen.

In den USA fallen die wichtigsten kapitalanlagerechtlichen Anforderungen an das Stewardship-Verhalten der Verwalter von Publikumsfonds in den Zuständigkeitsbereich der SEC. Vorbehaltlich hoher Kosten oder besonderer Umstände sieht die SEC die Verwalter grundsätzlich in der Pflicht, die Stimmrechte in den Hauptversammlungen der Portfoliogesellschaften auszuüben. Dogmatischer Anknüpfungspunkt dieser Verpflichtung ist die allgemeine fiduciary duty der investment advisers gegenüber den investment companies respektive deren Endanlegern. Verschiedene Aspekte der Stimmrechtsausübung durch die Vermögensverwalter werden zudem durch die Proxy Voting Rules unter dem ICA und dem IAA konkretisiert. Hervorzuheben ist hier die Abstimmungstransparenz auf dem Form N-PX, die sich auch auf die Stimmrechtsausübung in Hauptversammlungen ausländischer Portfoliogesellschaften erstreckt. Zumindest für US-Portfoliogesellschaften ergeben sich für große passive Verwalter allerdings aus den anwendbaren Beteiligungstransparenzvorschriften auch gewisse indirekte Einschränkungen für das zulässige Ausmaß der Stewardship-Aktivitäten.

Die Vorgaben des ERISA im Zuständigkeitsbereich des DOL entfalten für das Stewardship-Verhalten von Vermögensverwaltern vor allem dann Bedeutung, wenn Mittel in privaten Pensionsplänen nicht in Anteile von Publikumsfonds investiert werden, sondern im Wege anderer kollektiver Anlageformen oder auf Grundlage individueller Vereinbarungen verwaltet werden. ERISA-Verantwortliche treffen im Ausgangspunkt ähnliche Interessenwahrungspflichten, wie sie im Zuständigkeitsbereich der SEC auf investment advisers Anwendung finden. Eine umstrittene Verordnung des DOL der Trump-Administration lief in der Sache auf eine sehr restriktive Neuinterpretation dieser Pflichten hinaus. Das DOL der Biden-Administration hält hieran nicht fest. Ein kürzlich vorgelegter Konsultationsentwurf zur Überarbeitung der Verordnung betont die große Bedeutung der gewissenhaften Ausübung von Stimmrechten durch die ERISA-Verantwortlichen.

Auf der europäischen Ebene fallen die aufsichtsrechtlichen Anforderungen zur Stimmrechtsausübung durch Vermögensverwalter deutlich knapper aus als in den USA. Auch das Interesse der zuständigen Behörden an Stewardship-Themen scheint hierzulande bislang geringer. Die OGAW-Level 2-Richtlinie schreibt im Kern nur vor, dass OGAW-Verwalter eine Stimmrechtsstrategie ausarbeiten und den Endanlegern hiervon eine Kurz-

beschreibung zur Verfügung stellen müssen. Auf der nationalen Ebene könnten sich für Fonds in der Form eines Sondervermögens weitergehende Anforderungen aus § 94 Satz 3 KAGB ergeben. Der Regelungsgehalt dieser Soll-Vorschrift ist aber unklar und umstritten. Nach der hier vertretenen Auffassung regelt die Vorschrift nicht nur die Modalitäten der Stimmrechtsausübung, sondern trifft auch eine Aussage über das „Ob“ der Stimmrechtswahrnehmung: Im Grundsatz sollen die Stimmrechte aus Aktien inländischer Gesellschaften ausgeübt werden (und zwar selbst), Ausnahmen sind rechtfertigungs- und begründungsbedürftig.

Die auf der ARRL II basierenden §§ 134a ff. AktG verpflichten inländische Vermögensverwalter und institutionelle Anleger auf *Comply-or-Explain*-Basis zur Transparenz ihrer Mitwirkungspolitik und verlangen im Grundsatz auch eine Offenlegung des Abstimmungsverhaltens in den Hauptversammlungen. Der Gesetzgeber hat hierbei bewusst zahlreiche Unklarheiten und Spielräume der Richtlinienvorgaben an die Rechtsanwender weitergegeben. Jenseits eines eng formulierten Bußgeldtatbestands (§ 405 Abs. 2a Nr. 8 und 9 AktG) trifft das Gesetz keine Regelungen zur hoheitlichen Durchsetzung der §§ 134a ff. AktG. Im Rahmen der laufenden Aufsicht der BaFin über Vermögensverwalter, Wertpapierdienstleistungs- und Versicherungsunternehmen entfalten die Vorschriften *de lege lata* nur indirekt Bedeutung. Als Verfolgungsbehörde für den Bußgeldtatbestand benannte das ARUG II das BfJ. Dabei handelte es sich um ein Redaktionsversehen. Nach den Änderungen durch das FISG liegt die Zuständigkeit gemäß § 36 Abs. 1 Nr. 2 OWiG bei den Ländern.

Im sonstigen europäischen Aufsichtsrecht finden sich nur wenige Vorgaben, die sich dezidiert mit der Mitwirkung institutioneller Investoren in der Corporate Governance der Portfoliogesellschaften befassen. Hervorzuheben ist hier die Transparenzvorschrift des Art. 52 IFR, die bestimmte Wertpapierfirmen zur Offenlegung verschiedener *stewardship*-relevanter Informationen verpflichtet. Anders als in der ARRL II hat der Unionsgesetzgeber hier eine formularbasierte Konkretisierung der allgemein gefassten Regelung per RTS vorgesehen. Der Anwendungsbereich der Offenlegungspflicht ist allerdings auf sehr große Beteiligungen (5 %) begrenzt. Eine Offenlegung aller einzelnen Abstimmungsentscheidungen im Stil des Form N-PX ist im RTS nicht vorgesehen.

§ 5 Rechtspolitische Würdigung

Mit den rechtstatsächlichen und rechtsökonomischen Vorarbeiten aus §§ 2 und 3 und der Sichtung des bestehenden Rechtsstoffs in § 4 sind nunmehr alle Grundlagen dafür gelegt, die rechtspolitische Leitfrage der Untersuchung zu diskutieren: Wie sollten der deutsche und europäische Gesetzgeber im Bereich des Unternehmens- und Kapitalmarktrechts auf den Bedeutungsgewinn der passiven Kapitalanlage reagieren?

Die Bestandsaufnahme in § 4 hat gezeigt, dass die Rechtsordnung mit den Transparenz- und Interessenwahrungspflichten auch derzeit schon zwei Instrumente kennt, um Agenturkonflikten im Verhältnis zwischen Vermögensverwaltern und Endanlegern Rechnung zu tragen. Hier ist zunächst zu klären, inwieweit und unter welchen Voraussetzungen diese Instrumente jeweils etwas zur Lösung der in § 3 erörterten Problemlagen beitragen könnten. Im Anschluss daran kann kritisch gewürdigt werden, ob die *lex lata* das etwaige Potential dieser Instrumente bereits voll ausschöpft.

Der europäische Gesetzgeber hat im Rahmen der ARRL II zwar deutlich gemacht, dass er die Intensivierung der Stewardship-Aktivitäten von Vermögensverwaltern als ein wichtiges rechtspolitisches Ziel ansieht. Allein diese – vom Standpunkt der vorliegenden Untersuchung grundsätzlich begrüßenswerte – Zielsetzung macht aber noch keine gute Regulierung. Ökonomisch lassen sich Offenlegungspflichten nicht zuletzt mit ihrer Standardisierungs- und Durchsetzungsfunktion motivieren. Diese Funktionen können die Transparenzregeln der ARRL II indes kaum erfüllen. Die Vorgaben des europäischen Rechts erweisen sich als viel zu unbestimmt, um ein nennenswertes Maß an Standardisierung von Stewardship-Berichten zu erreichen. Durch die fehlende Einbindung des europäischen Finanzaufsichtssystems entfällt auch jegliche Hoffnung auf eine Konkretisierung in der Praxis. Die zurückhaltenden Durchsetzungsregeln des deutschen Umsetzungsgesetzgebers verschärfen das Problem noch weiter. Im Vergleich mit den USA wird deutlich, dass in der Transparenzgesetzgebung auch die Chancen der Digitalisierung weitgehend ungenutzt bleiben. Ferner überzeugt auch der Ansatz des ARRL II-Gesetzgebers nicht, die Stewardship-Aktivitäten der Verwalter allein durch Transparenzanforderungen verbessern zu wollen. Das Potential von aus allgemeinen Interessenwahrungspflichten abgeleiteten Verhaltensanforderungen wird hierzu-

lande bislang kaum genutzt, weder im geschriebenen Recht noch in der Aufsichtspraxis.

Aus der Analyse der Defizite der *lex lata* ergibt sich für den Bereich der Transparenz- und Interessenwahrungspflichten auch zugleich der Handlungsbedarf *de lege ferenda*. Die rechtspolitischen Empfehlungen, die sich auf dieser Grundlage ableiten lassen, sind nicht zwangsläufig spektakulär und radikal, sondern setzen eher in der konkreten Ausgestaltung an und zielen auf inkrementelle Verbesserungen ab. Auch vermeintlich technische Details können aber erhebliche Auswirkungen darauf haben, ob ein bestimmtes Regelwerk den Nutzen, den sich der Gesetzgeber davon verspricht, auch tatsächlich einzulösen vermag. Die europäischen Maßnahmen zur Stärkung der Stewardship-Aktivitäten von Vermögensverwaltern bleiben bislang schlicht auf halber Strecke stehen. Das Kapitel zeigt vor allem Wege auf, wie die Regelungsziele des europäischen Gesetzgebers konsequenter umgesetzt werden könnten. Die in diesem Zusammenhang identifizierten Defizite stehen dabei größtenteils nicht in unmittelbarem Zusammenhang mit den Besonderheiten der passiven Verwaltung, vielmehr handelt es sich um allgemeine Probleme der einheitlichen Regelungen für alle Vermögensverwalter. Auch wenn die Untersuchung vornehmlich mit dem Bedeutungsgewinn der passiven Kapitalanlage motiviert wurde, reichen die rechtspolitischen Empfehlungen im Ergebnis daher über den Untersuchungsgegenstand im engeren Sinn hinaus.

Selbstverständlich ist der Gesetzgeber nicht darauf beschränkt, die bereits bestehenden Instrumente zu verbessern. Er könnte auch andere, weitergehende Maßnahmen ergreifen. Im US-Schrifttum wurde vor dem Hintergrund des Bedeutungsgewinns der passiven Kapitalanlage und der Common Ownership-Problematik zuletzt eine Reihe von Interventionen diskutiert, die teils tief in das Marktgeschehen eingreifen würden, wie etwa Stimmrechtsbeschränkungen für große, passive Verwalter oder strikte Beteiligungsobergrenzen. Angesichts der deutlich unterschiedlichen rechtstatsächlichen Ausgangslage (D) scheinen solche Maßnahmen hierzulande allerdings von vornherein nicht veranlasst. Will der europäische Gesetzgeber in Reaktion auf den Bedeutungsgewinn der passiven Kapitalanlage etwas unternehmen, sollte er zuvörderst das gegenwärtige Instrumentarium zur Stärkung der Stewardship-Anreize von Vermögensverwaltern nachschärfen. Die Untersuchung beschränkt sich daher auf eine kursorische Darstellung der im US-Schrifttum vorgeschlagenen Maßnahmen. Sie fragt nach ihrer grundsätzlichen Wirkungsweise, diskutiert aber nicht im Detail sämtliche Herausforderungen ihrer konkreten Umsetzung. Im Lichte der Ergebnisse aus § 3 scheint nicht in allen Fällen gesichert, dass die

Maßnahmen überhaupt etwas zur Lösung der ökonomischen Problemlagen beitragen könnten.

Im Einzelnen ist das abschließende Kapitel wie folgt aufgebaut: Abschnitt A befasst sich näher mit der Rolle von Stewardship-Transparenzpflichten. Er zeigt auf, unter welchen Voraussetzungen Offenlegungsvorschriften überhaupt einen Mehrwert schaffen können, kritisiert auf dieser Grundlage die Ausgestaltung der Stewardship-Transparenz unter der ARRL II und macht Vorschläge, wie diesen Problemen *de lege ferenda* abgeholfen werden könnte. Abschnitt B geht auf die Rolle allgemeiner Interessenwahrungspflichten ein. Er betont die Notwendigkeit einer näheren Konkretisierung dieser Pflichten und zeigt Wege auf, wie sich diese im europäischen Aufsichtssystem realisieren ließe. Abschnitt C schließlich befasst sich mit den weitergehenden, teils einschneidenden Regelungsinstrumenten, die im US-amerikanischen Schrifttum vorgeschlagen wurden. Abschnitt D fasst die wichtigsten Ergebnisse des Kapitels zusammen.

A. Transparenzregeln

Der europäische Gesetzgeber hat im Rahmen der ARRL II maßgeblich auf das Instrument der Transparenz gesetzt, um die Stewardship-Anreize von Vermögensverwaltern zu verbessern. Transparenzregeln gehören fraglos zum Standardrepertoire der modernen Gesetzgebung im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. Dies darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass Transparenz kein Allheilmittel ist. Die ökonomische Rechtfertigung einschlägiger Interventionen verdient einer genaueren Erörterung (I). Die Defizite der Stewardship-Transparenz unter der ARRL II lassen sich gut am Beispiel der Offenlegung des Abstimmungsverhaltens in den Hauptversammlungen illustrieren, gerade auch im Vergleich mit den entsprechenden Vorgaben für US-Publikumsfonds (II). Auch mit Blick auf andere Stewardship-Themen bleiben die Vorschriften allerdings auf halber Strecke stehen (III). Im Rahmen der nächsten Überarbeitung der ARRL ließe sich den hier identifizierten Problemen leicht abhelfen (IV).

I. Zur ökonomischen Motivation von Stewardship-Transparenz

Transparenzvorschriften zielen im Allgemeinen darauf ab, Informationsasymmetrien zu beseitigen und damit den Weg für eine marktbasiertere Lösung freizumachen. Im hier untersuchten Kontext bleibt von vornhe-

rein nur (aber immerhin) ein begrenzter Raum für Marktmechanismen zur Problemlösung (1). Hoheitliche Transparenzregeln können durch eine Standardisierung und hoheitlich geregelte Kontrolle der relevanten Informationen zur Aktivierung solcher Mechanismen beitragen (2). Ergänzend ist zu bedenken, dass Informationen über die Mitwirkung von Vermögensverwaltern in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften ein öffentliches Gut darstellen, von dem auch andere Stakeholder als die Endanleger profitieren können (3).

1. Grenzen des Marktmechanismus

Eine der Grundideen von Stewardship-Transparenz liegt darin, dass dadurch Marktkräfte aktiviert werden sollen, die die Verwalter zu einer tatkräftigeren Mitwirkung in der Corporate Governance veranlassen. Dies kommt etwa in ErWG 16 ARRL II zum Ausdruck, wo es heißt, die Offenlegung von Informationen zur Mitwirkungspolitik und ihrer Umsetzung „könnte sich positiv auf die Sensibilisierung der Anleger auswirken“ und „Endbegünstigte wie künftige Rentner in die Lage versetzen, optimale Anlagenscheidungen zu treffen.“ Dieser Mechanismus kann freilich nur funktionieren, soweit Ausmaß und Qualität der Stewardship-Aktivitäten im Kalkül der Endanleger, von deren Verhalten die disziplinierende Wirkung ausgehen soll, überhaupt entscheidungsrelevante Kriterien darstellen.

Die problematischen Stewardship-Anreize der Verwalter sind, wie die Analysen in § 3 B gezeigt haben, allerdings keineswegs allein das Ergebnis von Informationsasymmetrien sind, sondern gründen im Kern vielmehr auf einem Koordinationsproblem: Soweit sich die Portfolios verschiedener Verwalter überschneiden, kann der Markt für stewardship-freundliche Verwaltung schon deshalb scheitern, weil verwalterseitige Stewardship aus Sicht der Endanleger ein kollektives Gut darstellt. Von den Stewardship-Aktivitäten des einen Verwalters profitieren nicht nur dessen Endanleger, sondern auch die Endanleger aller anderen Verwalter, die in die jeweilige Portfoliogesellschaft investiert haben. Solange Stewardship kostspielig ist und die Vermögensverwalter diese Kosten über höhere Gebühren auf die Endanleger abwälzen, ist nicht offensichtlich, dass Transparenz allein alle problematischen Stewardship-Anreize der Vermögensverwalter verbessern können. Selbst wenn die Endanleger die Informationen, die die Verwalter offenlegen, überhaupt in nennenswertem Umfang zur Kennt-

nis nehmen und verstehen,⁸⁵⁵ würde sich jeder einzelne Endanleger aus finanzieller Sicht individuell-optimal verhalten, wenn er bei heterogenem Stewardship-Einsatz verschiedener Verwalter denjenigen wählt, der die geringsten Gebühren verlangt, und die Stewardship-Aktivitäten den anderen, teureren Verwaltern überlässt. Dieses Problem stellt sich insbesondere bei den passiven Verwaltungsmodellen, bei denen die Verwalter hauptsächlich über die Gebühren konkurrieren und bei denen die Produkte verschiedener Verwalter weitgehend substituierbar sind.⁸⁵⁶

Raum für eine durch Transparenz ermöglichte Marktlösung bleibt bei der passiven Verwaltung vor allem mit Blick auf die sonstigen Faktoren, die jenseits des direkten Zusammenhangs zwischen Stewardship-Kosten und AuM in das Kalkül der Verwalter hineinspielen könnten. Nimmt man an, dass Verwalter durch den Aufbau einer Reputation als besonders verantwortungsvolle Stewards nicht-finanzielle Präferenzen der Endanleger bedienen und dadurch zusätzliche AuM akquirieren können, kann dieser Mechanismus nur funktionieren, wenn sich die Endanleger ein zuverlässiges Bild von den Stewardship-Aktivitäten der Verwalter machen können.

Zum anderen könnte die Transparenz von Stewardship-Aktivitäten einer Materialisierung der vielfältigen Interessenkonflikte entgegenwirken, die Verwalter dazu verleiten könnten, ihre Stewardship-Aktivitäten an anderen Interessen als denen der Endanleger auszurichten. Vollständige Transparenz vorausgesetzt, so die Überlegung, würden sich im Wettbewerb der Verwalter nur diejenigen durchsetzen, die sich bei ihren Stewardship-Aktivitäten nicht von aus Sicht der Endanleger sachfremden Erwägungen leiten lassen. Die Transparenz trägt unter diesem Blickwinkel zwar nicht zwangsläufig positiv dazu bei, dass die Verwalter mehr Ressourcen für ihre Stewardship-Aktivitäten aufwenden, könnte aber zumindest

855 Zweifelnd *Hell*, NZG 2019, 338, 341; *Inci*, Shareholder Engagement (2018), S. 165 f.; *Birkmose*, in: *The European Financial Market in Transition* (2012), S. 127; allgemein skeptisch zur Kontrollfähigkeit und -bereitschaft des Publikums für die qua aufsichtsrechtlicher Offenlegungspflichten bereitgestellten Informationen *Rudkowski*, *Transparenzpflichten zur Kontrolle von Finanzdienstleistungsunternehmen* (2016), S. 109 ff., 178 ff.; siehe aber auch *Schmolke*, EBOR 7 (2006), 767, 810, der zu Recht darauf hinweist, dass nicht zwangsläufig alle Kunden der Vermögensverwalter desinteressierte private Kleinanleger sind und dass auch letztere die offengelegten Information zwar nicht notwendigerweise direkt, aber ggf. mittelbar nach Aufbereitung und Bewertung durch Informationsintermediäre konsumieren. Der Übergang zwischen der mittelbaren Informationsnutzung und den unten (§ 5 A.I.3) besprochenen Informationsexternalitäten verläuft dabei fließend.

856 Ausführlich oben § 3 B.II.1 und § 3 B.II.2.

einem Missbrauch der ihnen anvertrauten Aktionärsmacht vorbeugen. Diese negative Zielrichtung spielt bei der Motivation aufsichtsrechtlicher Vorschriften zur Stewardship-Transparenz traditionell eine große Rolle: Die stewardship-bezogenen Vorschriften der OGAW-Richtlinie sind aus systematischer Sicht Teil der Vorschriften über Interessenkonflikte. Auch die SEC verwies bei der Verabschiedung der Proxy Voting Rules unter dem IAA und dem ICA unter anderem auf die Verbreitung geschäftlicher und teilweise auch personeller Verflechtungen zwischen Verwaltern und Portfoliogesellschaften.⁸⁵⁷

2. Warum hoheitliche Transparenzvorschriften?

Soweit man Raum für marktbasierende Mechanismen zur Förderung der Stewardship-Aktivitäten der Verwalter sieht, ist damit allerdings noch nicht geklärt, weshalb es gesonderter Transparenzvorschriften bedarf.⁸⁵⁸ Informationsasymmetrien sind als solche kein durchgreifender Grund für einen staatlichen Eingriff in das Marktgeschehen. Im Ausgangspunkt sind Informationsasymmetrien zwar problematisch, weil sie zu adverser Selektion führen können („die Schlechtesten setzen sich durch“).⁸⁵⁹ Adverse Selektion tritt aber nur ein, wenn Informationsasymmetrien nicht aufgelöst werden. Die eigentliche Frage ist, ob die Informationsasymmetrien deshalb (fort-)bestehen, weil der Markt für Information scheitert. Eine überzeugende rechtsökonomische Begründung zwingender Transparenzvorschriften

857 SEC, Proxy Voting by Investment Advisers (Final rule), Release No. IA-2106 (2003), 68 F.R. 6585, 6586; SEC, Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies (Final rule), Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922 (2003), 68 F.R. 6564, 6565; zum berüchtigten Deutsche Bank/HP-Fall schon oben § 3 B.III.2.

858 Die Motivation von Transparenzvorschriften ist ein wiederkehrender Klassiker in der rechtsökonomischen Literatur. Ursprünglich wurden die Argumente für und wider verpflichtende Transparenz vor allem am Beispiel der vielfältigen kapitalmarktrechtlichen Offenlegungsvorschriften auf Emittentenebene diskutiert (etwa *Seligman*, J. Corp. L. 9 (1983), 1; *Easterbrook/Fischel*, Va. L. Rev. 70 (1984), 669; *Coffee*, Va. L. Rev. 70 (1984), 717; *Mahoney*, U. Chic. L. Rev. 62 (1995), 1047). Die Argumente sind aber meist unabhängig vom Kontext ähnlich, und zwar auch außerhalb des Finanzsektors (zu Lebensmittelkennzeichnungen etwa *Sunstein*, U. Pa. L. Rev. 165, 1043). Die Gedankenführung im Folgenden ist angelehnt an die Diskussion „grüner“ Offenlegungsvorschriften bei *Steuer/Tröger*, J. Fin. Reg. 8 (2022), 1, 31 ff.

859 Grundlegend *Akerlof*, Q. J. Econ. 84 (1970), 488.

muss deshalb mehr leisten, als nur Marktmechanismen und Informationsasymmetrien zu behaupten. Sie muss auch erklären, weshalb sich diese Informationsungleichgewichte nicht ihrerseits durch Marktmechanismen auflösen. Diese Frage aufzuwerfen, heißt nicht, sie zu beantworten. Sie zwingt aber zu einer genaueren Auseinandersetzung mit der Funktion und Zielsetzung von Transparenzregelungen. Aus diesen Überlegungen wiederum ergeben sich auch Implikationen für die sinnvolle Ausgestaltung solcher Vorschriften.

Die wichtigste theoretische Kritik hoheitlicher Transparenzregelungen betont die Anreize der informierten Marktseite, die Informationen, für die sich die uninformierte Marktseite interessiert, freiwillig offenzulegen.⁸⁶⁰ Auf den vorliegenden Kontext gemünzt: Soweit das Endanlegerpublikum tatsächlich an den Stewardship-Aktivitäten der Verwalter interessiert ist, hat jedenfalls derjenige Verwalter, der im Vergleich zur Konkurrenz am aktivsten in der Corporate Governance der Portfoliogesellschaften mitwirkt, einen Anreiz, auf Nachfrage oder proaktiv Informationen zu seinen Stewardship-Aktivitäten offenzulegen. Denn andernfalls dürfte das Publikum davon ausgehen, dass die Qualität seiner Stewardship-Aktivitäten bestenfalls dem Durchschnitt aller Verwalter entspricht, für die keine Informationen vorliegen. Wenn aber der Verwalter mit den eindrucksvollsten Stewardship-Aktivitäten Informationen hierzu offenlegt, wird jedenfalls auch der zweitbeste Verwalter Anreize haben, seinerseits Informationen offenzulegen, in der Folge auch der drittbeste, usw. Am Ende haben selbst Verwalter mit relativ schwachen Stewardship-Aktivitäten, die sich gelegentlich – aber nicht immer – von Interessenkonflikten verführen lassen, immer noch einen Anreiz, hierüber Informationen offenzulegen. Denn wer gar nichts offenlegt, muss damit rechnen, dass das Publikum annimmt, die Stewardship-Aktivitäten des Verwalters seien noch enttäuschender, als tatsächlich der Fall ist.

Diese auch unter dem Stichwort „Unraveling“ bekannte Argumentationslinie⁸⁶¹ lässt sich nur schwer mit dem pauschalen Gegenargument überwinden, dass neoklassische Modelle überzogene Annahmen an die Rationalität der beteiligten Akteure stellen und die Realität komplizierter ist:

860 Grundlegend die Arbeiten von *Grossman/Hart*, *J. Fin.* 35 (1980), 323; *Grossman*, *J. L. & Econ.* 24 (1981), 461; *Milgrom/Roberts*, *RAND J. Econ.* 17 (1986), 18.

861 Vgl. *Milgrom*, *J. Econ. Persp.* 22 (2008), 115, 121. Unraveling baut auf einer ähnlichen Logik wie adverse Selektion auf, betrifft aber den Markt für die Information als solche und wirkt in die entgegengesetzte Richtung, vgl. *Beales/Crawell/Salop*, *J. L. & Econ.* 24 (1981), 491, 502 mit Fn. 45.

Denn auch die zwingende Transparenzvorschrift setzt schließlich darauf, dass die Adressaten sich für die offengelegte Information interessieren, sie zur Kenntnis nehmen und die „richtigen“ Schlussfolgerungen ziehen werden. Von dieser Annahme ist es aber nur noch ein kleiner Schritt zur Grundlage des Unraveling-Arguments, nämlich dass Anleger auch aus der Nicht-Offenlegung von Informationen bestimmte Schlussfolgerungen ziehen werden. Aus verhaltensökonomischer Sicht ist allerdings zu beachten, dass das Interesse an der Information ggf. erst durch die Transparenz erzeugt wird: Die Transparenz von Stewardship-Aktivitäten könnte den Anlegern insbesondere etwaige nicht-finanzielle Präferenzen in Bezug auf Stewardship-Fragen in Erinnerung rufen oder sogar die Entwicklung solcher Präferenzen fördern.⁸⁶²

Die vielleicht wichtigsten ökonomischen Rechtfertigungslinien für hoheitlich geregelte Transparenzvorschriften zielen darauf ab, dass es nicht nur auf das „Ob“ der Informationsbereitstellung ankommt, sondern auch auf das „Wie“. Insoweit ist zunächst die Standardisierungsfunktion von Transparenzvorschriften zu berücksichtigen. Selbst soweit Marktkräfte, wie sie dem Unraveling-Argument vorschweben, Verwalter dazu zwingen, bestimmte Stewardship-Informationen offenzulegen, garantiert dies nicht, dass diese Informationen für das Publikum auch nützlich sind. Soll Transparenz Marktmechanismen aktivieren, müssen die Informationen für die Endanleger über verschiedene Verwalter hinweg vergleichbar sein. Dies setzt beispielsweise voraus, dass alle Verwalter zu den gleichen Punkten Stellung nehmen und dass zentrale Begriffe – wie etwa der des „engagement“ – in verschiedenen Offenlegungen dieselbe Bedeutung haben. Idealerweise sollten die Offenlegungen verschiedener Verwalter auch ein ähnliches Format aufweisen, auf ähnliche Weise zugänglich sein und sich auf dieselbe Referenzperiode und dieselbe Emittentenpopulation beziehen. Marktmechanismen reichen möglicherweise nicht aus, um eine derartige Vereinheitlichung zu erzielen, da Standardisierung die Eigenschaften eines öffentlichen Gutes aufweist: Jede Partei, die sich um die Schaffung eines standardisierten Offenlegungsrahmens bemüht, trägt alle Kosten einer solchen Anstrengung selbst, muss deren Früchte aber in der Regel mit allen anderen Parteien teilen, die die Informationen bereitstellen und

862 Allgemein zu verhaltensökonomisch motivierten Rechtfertigungen für Offenlegungsvorschriften etwa *Hart*, J. Acc. Res. 47 (2009), 437, 439 f., 442; *Sunstein*, U. Pa. L. Rev. 165, 1043, 1051 f., 1054; *Steuer/Tröger*, J. Fin. Reg. 8 (2022), 1, 34 f.

konsumieren.⁸⁶³ Rechtsförmige Offenlegungsvorgaben können zur Überwindung des Koordinationsproblems der Marktteilnehmer in Bezug auf die Standardisierung der Information beitragen.

In engem Zusammenhang mit der Standardisierungsfunktion steht die Durchsetzungsfunktion rechtsförmiger Transparenzregelungen. Ohne detaillierte Vorgaben, was genau offenzulegen ist, könnten Verwalter eher dazu neigen, ihre Stewardship-Aktivitäten in ein möglichst positives Licht zu rücken.⁸⁶⁴ Etwaige Beurteilungsspielräume könnten stets besonders großzügig interpretiert werden. Zudem könnten die Berichte mit blumigen, aber wenig aussagekräftigen oder schlimmstenfalls irreführenden Textbausteinen gefüllt und mit zahlreichen kontrastreichen Bildern verziert werden.⁸⁶⁵ Die Stewardship-Transparenz wird dann insgesamt eher als „Betätigungsfeld für die Marketing Abteilung“⁸⁶⁶ denn als Compliance-Aufgabe gesehen. Aus ökonomischer Sicht sind derartige Praktiken zwar konsistent mit dem Einsatz von Stewardship-Aktivitäten und diesbezüglicher Transparenz zu Reputationszwecken. Aus Sicht des Publikums schränken zur Übertreibung neigende Berichtspraktiken aber möglicherweise auch die Glaubwürdigkeit derselben ein. Der einzelne Adressat hat zumeist nur wenig Handhabe, die offengelegten Informationen zu verifizieren oder auf eine objektivierte Berichterstattung zu bestehen: Die Kontrolle der Berichterstattung hat ihrerseits den Charakter eines öffentlichen Gutes. Rechtsförmige Transparenzvorschriften können insofern im Interesse der Adressaten als Grundlage für eine zielgerichtete Überwachung mit behördlichen Mitteln oder als Bezugspunkt für eine Kontrolle durch Wirtschaftsprüfer dienen. Dabei geht es nicht allein darum, die nicht oder nicht fristgerechte Erfüllung von Offenlegungspflichten zu sanktionieren oder dreiste Betrugsfälle aufzudecken, sondern vor allem auch darum, die Verlässlichkeit, Nützlichkeit und Vergleichbarkeit der offenzulegenden Information zu gewährleisten – beispielsweise durch Vereinheitlichung von

863 Zingales, J. Acc. Res. 47 (2009), 391, 395; Steuer/Tröger, J. Fin. Reg. 8 (2022), 1, 33.

864 Ebenso zu klima-bezogenen Offenlegungen Steuer/Tröger, J. Fin. Reg. 8 (2022), 1, 33 f.

865 Zum vergleichbaren Problem der Nutzung von „boilerplate language“ in der ESG-Berichterstattung Christensen/Hail/Leuz, Rev. Acc. Stud. 26 (2021), 1176, 1226.

866 Tröger, ZGR 2019, 126, 147 (mit Blick auf § 134b AktG).

Definitionen und Formaten, durch Hinterfragen bestimmter Formulierungen und durch die Begrenzung faktischer Beurteilungsspielräume.⁸⁶⁷

Die Bedeutung von Prüfungserfordernissen und hoheitlichen Durchsetzungsmechanismen für die Effektivität von Transparenzvorschriften ist empirisch oft schwer greifbar. Schon allgemein bestehen bei der Messung der Wohlfahrtseffekte von Transparenzregelungen enorme Schwierigkeiten, unter anderem, weil es zumeist an geeigneten Kontrollgruppen fehlt und Änderungen von Transparenzregeln oft im Kontext breiter angelegter Gesetzesänderungen erfolgen.⁸⁶⁸ Ex post lässt sich häufig nur schwer beurteilen, inwieweit bestimmte Marktergebnisse auf materielle Offenlegungsstandards, ihre praktische Anwendung, deren Prüfung und behördliche Durchsetzung oder andere Faktoren zurückzuführen sind.⁸⁶⁹ Gerade soweit sich die hoheitliche Aufsicht – wie im Finanzmarktbereich üblich – auch über informelle Kanäle vollzieht, sind schon die Aufsichtspraktiken als solche nur schwer zu beobachten: Forscher können zur Messung der „Intensität“ der Aufsicht oft nur auf vage Proxy-Größen wie die Personal- und Budgetausstattung der zuständigen Behörden zurückgreifen.⁸⁷⁰ Jüngere Studien zur allgemeinen Finanzberichterstattung deuten allerdings darauf hin, dass die Rolle von Durchsetzungsmechanismen auch im Vergleich zur Ausgestaltung der eigentlichen Standards nicht unterschätzt werden sollte.⁸⁷¹

867 Vgl. zum sog. „Enforcement“ der Rechnungslegung auch *Loy/Steuer*, KoR 2020, 413, 420.

868 Vgl. *Leuz/Wysocki*, J. Acc. Res. 54 (2016), 525, 535 ff. (am Beispiel der allgemeinen Finanzberichterstattung).

869 Vgl. zur Prüfung der Finanzberichterstattung etwa *DeFond/Zhang*, J. Acc. Econ. 58 (2014), 275, 277 („[audit quality] is inextricably intertwined with financial reporting quality“).

870 Mit einem solchen ressourcenbasierten Ansatz etwa *Jackson/Roe*, J. Fin. Econ. 93 (2009), 207, 210 ff. (zur relativen Bedeutung hoheitlicher und privater Rechtsdurchsetzung im Kapitalmarktrecht).

871 Vgl. *Christensen/Hail/Leuz*, J. Acc. Econ. 56 (2013), 147 (positive Liquiditätseffekte, die frühere Studien der IFRS-Einführung zuschrieben, konzentriert in kleiner Zahl von EU-Mitgliedstaaten, die gleichzeitig oder in einem engen zeitlichen Zusammenhang auch die Durchsetzungsvorschriften änderten); *Christensen/Hail/Leuz*, Rev. Fin. Stud. 29 (2016), 2885 (unterschiedliche Liquiditätseffekte der Umsetzung von EU-Richtlinien im Bereich des Kapitalmarktrechts abhängig von Proxy-Maßen für die Qualität der Rechtsdurchsetzung in den jeweiligen Mitgliedstaaten); *Gipper/Leuz/Maffett*, Rev. Fin. Stud. 33 (2020), 4532 (positive Auswirkungen öffentlicher Abschlussprüferaufsicht auf das Vertrauen in die Finanzberichterstattung).

Standardisierungs- und Durchsetzungsfunktion mögen hiernach zwar starke ökonomische Argumente für die hoheitliche Bereitstellung eines Offenlegungsrahmens liefern. Schwieriger ist es allerdings, mit diesen Begründungen auch die verpflichtende Anwendung dieser Vorschriften durch die betroffenen Marktteilnehmer zu motivieren: Wenn der Marktmechanismus, auf den die Transparenzvorschrift setzt, funktioniert, dann werden die Informationsadressaten auch aus der Nicht-Offenlegung ihre Schlussfolgerungen ziehen. Wenn sich die Adressaten hingegen gar nicht für die Informationen und die zugrundeliegenden Sachverhalte interessieren, dann dürfte die Transparenzvorschrift auch bei verpflichtender Anwendung nicht die gewünschte Disziplinierungswirkung zeitigen. Unter diesem Blickwinkel sind Offenlegungsvorschriften, die „nur“ auf Comply-or-Explain-Basis Anwendung finden, weniger halbherzig, als sie auf den ersten Blick scheinen mögen. Aus ökonomischer Sicht liegt die Begründungslast eigentlich eher bei denjenigen, die für eine verpflichtende Anwendung durch alle Marktteilnehmer eintreten.

3. Positive externe Effekte von Transparenzvorschriften

Die bislang diskutierten ökonomischen Motivationen für stewardship-bezogene Transparenzvorschriften zielen allesamt darauf ab, Marktmechanismen im Verhältnis zwischen Endanlegern und Verwaltern zu aktivieren. Adressaten der offenzulegenden Informationen sind hiernach allein die Endanleger als Nachfrager der Verwaltungsdienstleistungen. Zumindest ergänzend lässt sich eine wichtige ökonomische Motivation für Transparenzvorschriften auch aus den durch die Offenlegung erzeugten „Informationsexternalitäten“ gewinnen. Stewardship-relevante Informationen sind unter Umständen auch für andere Stakeholder als die Endanleger relevant, deren Ansichten und Handlungen zumindest indirekt eine steuernde Wirkung auf das Verhalten der Vermögensverwalter entfalten könnten. Dazu gehören beispielsweise die Allgemein- und Wirtschaftspresse, verschiedene NGOs und internationale Organisationen, politische Akteure, Aufsichtsbehörden und nicht zuletzt das Wissenschaftssystem.⁸⁷² Auch hoheitlich geregelte Offenlegungen, bei denen zumindest diskussionswürdig ist, dass sie eine unabdingbare Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit eines ganz konkreten Marktes sind, können über diffusere Kanäle mitunter einen erheblichen Mehrwert erzeugen, indem sie allgemein zur Verbesserung

872 Vgl. *Steuer/Tröger*, J. Fin. Reg. 8 (2022), 1, 35.

der Informationsgrundlage beitragen, auf deren Basis ein kompliziertes Ökosystem funktioniert und zeitgenössische Debatten geführt werden.⁸⁷³ Dieser „Kollateralnutzen“ von Transparenzvorschriften lässt sich prinzipiell auch als Argument dafür fruchtbar machen, weshalb bestimmte Offenlegungsregeln verpflichtend und nicht nur auf Comply-or-Explain-Basis Anwendung finden sollten.

Wichtige Beispiele für verpflichtende Offenlegungsmechanismen mit hohem Informationsnutzen für Außenstehende sind die 13F-Transparenz und die Portfolioübersichten der Publikumsfonds, die beide zumindest funktional auch der Beteiligungstransparenz dienen.⁸⁷⁴ Die Einsatzmöglichkeiten von Beteiligungsinformationen unterhalb der wertpapierhandelsrechtlichen Meldeschwellen sind derart vielfältig, dass wohl fast jeder, der sich mit Wirtschaftsrecht oder Corporate Finance beschäftigt, irgendwann in seiner Laufbahn mit solchen Daten – mittelbar oder unmittelbar, bewusst oder unbewusst – in Berührung gerät. Auch Wettbewerbsbehörden⁸⁷⁵ und Oppositionsfraktionen⁸⁷⁶ interessieren sich bisweilen für Beteiligungsinformationen.⁸⁷⁷ Kaum eine empirische Untersuchung, die sich mit der Bedeutung institutioneller Investoren auseinandersetzt – und sei es auch nur im Rahmen einer Kontrollvariable –, kommt ohne Rückgriff auf entsprechende Daten aus. Von den Ergebnissen dieser Forschung wie-

873 Vgl. auch *Lipton*, Yale J. Reg. 37 (2020), 499, 511 ff. (umfassendes Plädoyer für die Ausrichtung unternehmens- und kapitalmarktrechtlicher Offenlegungsvorschriften auch an den Interessen von „noninvestor audiences“).

874 Ausführlich zur Bedeutung der 13F-Transparenz für das Corporate Governance-System in den USA *Platt*, SSRN 3906360 (2021), 26 ff.; zu den Portfolioübersichten der Publikumsfonds etwa *EDD/Hornschu/Neuf*, § 101 KAGB Rn. 30 (Nutzung „auch für die Besteuerung, die aufsichtsrechtliche Kontrolle, das Fondsrating etc.“ als Rechtfertigung für hohen Detailgrad der Offenlegung).

875 Beispielhaft die Bayer/Monsanto-Fusionskontrollentscheidung, Case M.8084 Tz. 208 ff. (siehe auch oben Fn. 110 zugehörigen Text); ferner Monopolkommission, Wettbewerb 2018 (2018), Tz. 416 ff.; Monopolkommission, Wettbewerb 2020 (2020), Tz. 216 ff.

876 Vgl. Kleine Anfrage der FDP-Fraktion zum Thema „Aktionärsstruktur der Wirecard AG“, BT-Drs. 19/21387; in der Antwort der Bundesregierung klingt es allerdings so, als würden die weitergehenden Beteiligungsinformationen, die sich über die Portfoliotransparenz der Publikumsfonds gewinnen lassen, in der Praxis von BMF und BaFin nicht systematisch erhoben und über einschlägige Datenbanken abgerufen, siehe BT-Drs. 19/21724, S. 2 („Weder die Bundesregierung noch die BaFin haben Informationen darüber, wie viele Aktionäre unterhalb der Meldeschwelle Anteile der Wirecard AG hielten.“).

877 Ausführlich zu den vielfältigen Einsatzmöglichkeiten der 13F-Daten in den USA *Pekarek*, Fordham J. Corp. Fin. Law 12 (2007), 1079, 1104 ff.

derum profitieren andere Marktteilnehmer und Wissenschaftler sowie politische Entscheidungsträger gleichermaßen.

Die enorme praktische Bedeutung von Beteiligungstransparenzvorschriften wurde erst kürzlich eindrücklich illustriert, als die SEC einen Vorschlag konsultierte, den Mindestportfoliowert zur Auslösung der 13F-Transparenzpflicht von 100 Mio. USD auf 3,5 Mrd. USD zu erhöhen.⁸⁷⁸ Dieser Vorstoß stieß auf heftigen Widerstand von fast allen Seiten, einschließlich von Emittenten, Wirtschaftsanwälten und institutionellen Investoren selbst.⁸⁷⁹ Auch von Seiten namhafter Wirtschaftswissenschaftler neoklassischer Schule hagelte es harsche Kritik.⁸⁸⁰ In einem im November 2021 veröffentlichten Konsultationsentwurf griff die SEC einige Vorschläge aus dem umstrittenen Entwurf des Vorjahres erneut auf, nicht jedoch den Vorschlag zur Erhöhung des Mindestportfoliowerts.⁸⁸¹

Ohne die 13F-Transparenz und die Portfoliopublizität der Publikumsfonds wären die Debatten, um die sich die vorliegende Untersuchung dreht, möglicherweise gar nicht erst zustande gekommen. Die N-PX-Transparenz in den USA wiederum hat seit 2004 zu einer weiteren Verbesserung der Informationsgrundlage beigetragen. Sie hat einer erheblichen Zahl von Untersuchungen den Weg geebnet, die mit unterschiedlichen Metho-

878 SEC, Reporting Threshold for Institutional Investment Managers (Proposed Rule), Release No. 34-89290 (2020), 85 F.R. 46016. Für einen Überblick zur 13F-Transparenz siehe oben § 2 A.III.1.

879 Rückmeldungen einsehbar unter <https://www.sec.gov/comments/s7-08-20/s70820.htm>.

880 Vgl. die von 406 Wirtschaftswissenschaftlern (darunter zahlreiche Autoren der im Laufe der Untersuchung zitierten und rezipierten Arbeiten) unterstützte Eingabe von *Koijen/Yogo*, abrufbar unter <https://www.sec.gov/comments/s7-08-20/s70820-222300.pdf> („costs [of increasing the threshold] far outweigh the benefits“). In der Sache kam der Vorschlag vor allem Hedgefonds entgegen, denen die 13F-Transparenz regelmäßig ein Dorn im Auge ist; vgl. dazu auch *Wentrup*, Die Kontrolle von Hedgefonds (2009), S. 260.

881 SEC, Electronic Submission of Applications for Orders Under the Advisers Act and the Investment Company Act, Confidential Treatment Requests for Filings on Form 13F, and Form ADV- NR; Amendments to Form 13F, Release Nos. 34-93518, IA-5903, IC-34415 (2021), 86 F.R. 64839, 64841 („The Commission is not re-proposing the amendments to raise the amendments to raise the reporting thresholds for Form 13F [...]“); zuvor bereits signalisiert in SEC, Regulatory Flexibility Agenda, Release Nos. 33-10873, 34-90131, IA-5610, IC-34047 (2021), 86 F.R. 17040, 17046 („The Division is considering recommendations for next steps, including whether to recommend targeted amendments to Form 13F and targeted exemptions from the filing requirements where duplicative filings exist.“).

den und Erkenntnisinteressen das Abstimmungsverhalten einer Vielzahl von Publikumsfonds in einer Vielzahl von Gesellschaften über einen längeren Zeitraum analysieren konnten.⁸⁸² Dazu gehört auch die umfangreiche Studie von *Heath et al.* zum Abstimmungsverhalten der Indexfonds.⁸⁸³ Diese Untersuchung illustriert nicht zuletzt, dass sich der Nutzen einer einzelnen Transparenzvorschrift mitunter auch erst in Verbindung mit anderen Offenlegungsregeln entfaltet: An den entscheidenden Stellen werden hier z.B. Beteiligungsdaten auf Fondsebene mit Abstimmungsdaten verknüpft.

Gewiss sollten Transparenzvorschriften nicht allzu pauschal mit der bloßen Möglichkeit motiviert werden, dass irgendwelche Stakeholder dafür vielleicht nützliche Verwendungen finden werden und dass Wirtschaftswissenschaftler damit Studien durchführen können, die andere zitieren und rezipieren können. Umgekehrt sollten Vorschläge für Transparenzvorschriften aber auch nicht vorschnell mit dem Argument abgelehnt werden, dass die direkten Marktmechanismen, über die die Offenlegung möglicherweise eine nützliche Wirkung zeitigen könnten, angreifbar scheinen und die Befolgung der Vorschriften den betroffenen Akteuren bestimmte Kosten verursacht. Gerade im Bereich der Corporate Governance als einer wichtigen Schnittstelle zwischen Realwirtschaft und Finanzsystem, an der bisweilen die Interessen vieler verschiedener Gruppen zusammenreffen und kollidieren, könnte der Informationsnutzen, den Dritte aus der erhöhten Transparenz ziehen, ein nicht ganz vernachlässigbares Ausmaß annehmen. In einer Welt, in der jede größere Publikumsgesellschaft ohne Ankeraktionär von einem Kollektiv an Vermögensverwaltern beherrscht wird, scheint die Vorstellung, dass sich eine nicht ganz unerhebliche Zahl von Stakeholdern für die Stewardship-Aktivitäten dieser Verwalter interessieren könnte und dass aussagekräftige Daten zukünftige Reformvorhaben informieren könnten, zumindest nicht völlig fernliegend. In neoklassischen Modellwelten lassen sich diese nützlichen Informationsexternalitäten schwer abbilden und auch im Rahmen von Kosten-Nutzen-Abwägungen lassen sie sich nur schwer quantifizieren.⁸⁸⁴ Diese Schwierigkeiten sind allerdings kein Grund, den Optionswert von Transparenzvorschriften als Generatoren eines öffentlichen Guts in rechtspolitischen Debatten von vornherein auszublenden.

882 Siehe oben Fn. 451, 461, 462, 479 und jeweils zugehörigen Text.

883 Ausführlich dazu oben § 3 C.II.2 und ergänzend § 3 C.IV.5.

884 Vgl. *Steuer/Träger*, J. Fin. Reg. 8 (2022), 1, 35.

Nicht zu übersehen ist ferner, dass sich der „Kollateralnutzen“ von Transparenzvorschriften prinzipiell auch in einen „Kollateralschaden“ verkehren kann, wenn bestimmte Akteure Verwendungen für die offengelegten Informationen finden, die der Funktionsfähigkeit des Marktsystems abträglich sind. Im vorliegend betrachteten Kontext scheint es allerdings schwieriger, überzeugende Beispiele für solche schädlichen Informationsverwendungen zu finden als für nützliche. Mit Blick auf die Beteiligungstransparenz wurde in den USA zuletzt etwa die These in den Raum gestellt, dass diese die antikompetitiven Effekte von Common Ownership befördern und umgekehrt eine Absenkung des Transparenzniveaus dem Wettbewerb dienen könnte.⁸⁸⁵ Dieser interessante Gedankengang überzeugt allerdings nur unter den eigenwilligen Prämissen des Kappa-Modells, nach welchen die Unternehmensführungen unilateral die Portfoliointeressen der Eigentümer berücksichtigen.⁸⁸⁶ Unter dem Blickwinkel des Modells von *Antón et al.* ist hingegen eine optimistischere Sicht auf die Beteiligungstransparenz angezeigt, da diese in vielerlei Hinsicht die Überwachung der Geschäftsführung durch die Aktionäre begünstigt und dadurch zum Abbau von Agenturkonflikten bei allen Wettbewerbern beitragen kann.⁸⁸⁷ Zu bedenken gilt es schließlich, dass eine Absenkung des Transparenzniveaus für die Zukunft wissenschaftliche Untersuchungen der Zusammenhänge zwischen Beteiligungsstrukturen und Marktergebnissen präkludieren würde.

885 *Platt*, SSRN 3906360 (2021), 61 f., 68; siehe auch *Elbauge*, Harv. L. Rev. 129 (2016), 1267, 1270; *Elbauge*, Ohio St. L. J. 82 (2021), 1, 20.

886 *Platt*, SSRN 3906360 (2021), 62 mit Fn. 359 f. führt als Evidenz für die Kappa-Theorie zwei Eingaben von Industrieverbänden im Rahmen der SEC-Konsultation zur Änderung der 13F-Transparenz (Fn. 878) an, die als einen von vielen Vorteilen der 13F-Transparenz hervorheben, dass sie es den Emittenten erlaubt, ein besseres Verständnis dafür zu entwickeln, welche Rolle sie im Portfolio ihrer Aktionäre spielen. Die dort zitierten Textstellen (<https://www.sec.gov/comments/s7-08-20/s70820-7843285-223806.pdf>, S. 2 f. und <https://www.sec.gov/comments/s7-08-20/s70820-7860405-223965.pdf>, S. 4) lassen sich aber auch dahingehend verstehen, dass Informationen über die Portfolios ihrer Investoren für die Emittenten schlicht aus anderen Gründen als für ihr strategisches Verhalten im Wettbewerb von Interesse sind, etwa um zu verstehen, welchen Stellenwert der jeweilige Emittent im Portfolio seiner Investoren einnimmt, in welchen Bereichen – bei aktiver Anlagestrategie – die Expertise der Investoren liegt und welches Niveau an Mitwirkung ggf. zu erwarten ist.

887 Ausführlich zu den Governance-Implicationen der 13F-Transparenz wiederum *Platt*, SSRN 3906360 (2021), 26 ff., der allerdings nicht auf das Modell von *Antón et al.* eingeht.

II. Praktische Ausgestaltung am Beispiel der Abstimmungstransparenz

Aus den allgemeinen Überlegungen zu den ökonomischen Funktionen von Stewardship-Transparenz können wie bereits angedeutet auch einige Implikationen für die zweckmäßige Ausgestaltung dieser Vorschriften gewonnen werden. Diese lassen sich gut am Beispiel der unterschiedlichen Regelungsansätze betreffend die Transparenz des Abstimmungsverhaltens in den USA auf der einen und in Deutschland und der EU auf der anderen Seite illustrieren. Im Einzelnen ist hier auf Fragen des Berichtsformats (1), des Berichtsinhalts (2), der Durchsetzung mit Mitteln des Aufsichtsrechts (3) und des internationalen Anwendungsbereichs (4) einzugehen.

1. Berichtsformat

Eine wichtige Weichenstellung bei der Ausgestaltung von Transparenzbestimmungen betrifft zunächst die Form, in welcher die Informationen offenzulegen sind. Die Gesichtspunkte der Standardisierung, Objektivierung und Sicherstellung der Vergleichbarkeit sprechen hier grundsätzlich dafür, auch in den Einzelheiten nicht an präskriptiven Vorgaben zu sparen. Denn die mit der Transparenz angestrebte Marktdisziplin und ihre nützlichen Nebenwirkungen werden sich möglicherweise nur schwerlich einstellen, wenn Inhalt und Form der Offenlegungen nach dem Prinzip *varietas delectat* dem Beurteilungsspielraum der berichtspflichtigen Akteure überlassen bleiben und die Adressaten der offenzulegenden Informationen sie nur unter prohibitiv hohem Zeit- und Nerveneinsatz auffinden können. Die detaillierte, formularbasierte Ausgestaltung der Abstimmungstransparenz unter der ICA-Proxy Voting Rule und dem – in seiner praktischen Tragweite freilich begrenzten – Art. 52 IFR scheint unter diesem Blickwinkel im Ausgangspunkt durchaus folgerichtig.

Selbst das Form N-PX erweist sich in der Praxis allerdings oft als wenig anwenderfreundlich.⁸⁸⁸ Das Abstimmungsverhalten eines ganz bestimmten Fonds in einer bestimmten Hauptversammlung lässt sich zwar unter Nutzung der Suchfunktion und mit etwas Geduld in der Regel zuverlässig ermitteln. Für echte Auswertungen wie etwa einen Vergleich des Abstimmungsverhaltens verschiedener Fonds eignen sich die Formulare aber

888 Die eingereichten Formulare können unter <https://sec.report/Document/Search/?formType=N-PX#results> durchstöbert werden.

kaum. Letztere werden zwar elektronisch im Rohtext- oder HTML-Format eingereicht und sind über das EDGAR-Portal für jedermann einsehbar. Die einzelnen Dateien sind aber nicht immer identisch aufgebaut und die darin enthaltenen eigentlichen Abstimmungsinformationen werden von der SEC nicht datenbankmäßig erfasst. Wirklich etwas anfangen kann mit den von den Fonds offengelegten Abstimmungsdaten nur, wer sie manuell aus zahlreichen Formularen zusammenklaut, viel Zeit und Ressourcen in die Programmierung von Skripten zur Automatisierung dieser Aufgabe investiert oder über die finanziellen Mittel für das Abonnement einer Datenbank wie ISS Analytics verfügt, die systematisch N-PX-Daten sammelt und in nützlicheren Formaten zur Verfügung stellt. Auch die Autoren der breit angelegten empirischen Untersuchungen zum Abstimmungsverhalten von US-Fonds haben in der Regel auf kostenpflichtige Datenbanken als (Sekundär-)Quelle zurückgegriffen, statt sich mit den originalen Einreichungen auseinanderzusetzen.⁸⁸⁹

Ein vielversprechender Weg, einem breiteren Publikum einen einfachen Zugang zur Breite der N-PX-Daten zu ermöglichen, könnte über sog. strukturierte Datenformate wie die Extensible Markup Language (XML) oder die darauf basierende eXtensible Business Reporting Language (XBRL) führen. Das Attribut „strukturiert“ bezieht sich dabei nicht auf die Gliederung oder visuelle Formatierung der Informationen, sondern meint, dass jedem Datenpunkt bestimmte Metadaten („Tags“) zugeordnet werden. Damit wird die Gesamtheit der Daten nach den getaggtten Kriterien filter- und durchsuchbar, was die Verarbeitung mit Computerprogrammen und die datenbankmäßige Erfassung immens erleichtert. Die Maschinenlesbarkeit muss dabei heutzutage auch nicht zwangsweise zulasten der Lesbarkeit für das menschliche Auge gehen: XML-Dateien etwa lassen sich durch Verwendung sog. style sheets in HTML-Dateien transformieren.⁸⁹⁰ In XBRL können die Tags im Wege des sog. Inline XBRL auch in den Quellcode von XHTML-Dateien integriert werden, die sich wie ein gewöhnliches Dokument in einem Browser öffnen lassen.⁸⁹¹

889 Beispielhaft *Heath/Macciocchi/Michaely/Ringgenberg*, *Rev. Fin. Stud.* 35 (2022), 91, 100 („We use the ISS Fund Voting data to measure mutual funds' voting behavior.“).

890 Für einen Überblick *Refsnes*, *XML XSL – An Introduction to XML Extensible Stylesheet Language, XMLFiles* (2017), <https://www.xmlfiles.com/xsl/>.

891 Für einen instruktiven Überblick zum Verhältnis von iXBRL und XHTML siehe etwa *Siddle*, *ESEF – Filing in iXBRL or XHTML?*, *CoreFiling v. 4.5.2020*, <https://www.corefiling.com/2020/05/04/esef-filing-in-ixbrl-or-xhtml/>.

In der EU sind IFRS-Konzernabschlüsse seit dem Geschäftsjahr 2020 als XHTML-Datei mit Inline XBRL einzureichen.⁸⁹² Strukturierte Formate werden zudem beispielsweise im aufsichtsrechtlichen Meldewesen verwendet.⁸⁹³ In den USA verlangt die SEC für die Finanzberichte börsennotierter Unternehmen schon seit 2009 das XBRL-Format,⁸⁹⁴ für die 13F-Formulare ist seit 2013 das XML-Format vorgeschrieben.⁸⁹⁵ Schon 2010 hatte die SEC im Rahmen der Proxy-Voting-Konsultation unter dem Dodd-Frank Act das Tagging von N-PX-Daten in den Raum gestellt.⁸⁹⁶ In ihrem neuen Konsultationsentwurf aus dem Oktober 2021 schlägt die SEC nunmehr vor, dass die N-PX-Formulare zukünftig im XML-Format eingereicht werden sollen.⁸⁹⁷ Zuvor hatte eine Kommissarin in einer Rede erneut die möglichen Vorzüge strukturierter Berichtsformate bei der Abstimmungs-

892 Als Teil des Einheitlichen Elektronischen Berichtsformats (ESEF), vorgeschrieben durch Art. 4 Abs. 7 Transparenzrichtlinie und konkretisiert durch den ESEF-RTS, Delegierte Verordnung (EU) 2019/815; für die deutsche Umsetzung siehe § 114 Abs. 1 Satz 1 WpHG und § 328 Abs. 1 Satz 4 HGB; für einen Überblick etwa *Lanfermann/Schmidt*, BB 2019, 1707; *Obst*, WpG 2019, 771; *Schmidt*, DB 2020, 513.

893 Vgl. für die Bankenaufsicht Art. 17 i.V.m. Anhang XIV, XV CRD Reporting ITS; umfangreiche Dokumentation auf der Internetseite der Bundesbank, <https://www.bundesbank.de/de/service/meldewesen/bankenaufsicht/formate-xbrl-und-xml->.

894 Vgl. SEC, Interactive Data to Improve Financial Reporting (Final rule), Release Nos. 33-9002, 34-59324, 39-2461, IC-28609 (2009), 74 F.R. 6776 (Verpflichtung zur Finanzberichterstattung im XBRL-Format, mit phasenweiser Einführung); SEC, Inline XBRL Filing of Tagged Data (Final rule), Release Nos. 33-10514, 34-83551, IC-33139 (2018), 83 F.R. 40846 („Upgrade“ auf das zwischenzeitlich entwickelte Inline XBRL).

895 Vgl. SEC, EDGAR Filer Manual – Volume II (Version 59, September 2021), 8–161; SEC, Adoption of Updated EDGAR Filer Manual (Final rule), Release Nos. 33-9403, 34-69568, 39-2490, IC-30515 (2013), 78 F.R. 29616. *Backus, Conlon* und *Sinkinson*, die für ihre Analysen 13F-Formulare zwischen 1999 und 2017 per Computerskript ausgewertet haben, berichten, dass sich die Datenqualität durch die Umstellung auf das XML-Format spürbar verbessert hat, *Backus/Conlon/Sinkinson*, AEJ:Micro 13 (2021), 273, 282 f. („much more reliable beginning in mid-2013 when the filings were required to be in XML format“).

896 SEC, Reporting of Proxy Votes on Executive Compensation and Other Matters (Proposed Rule) (2010), Release Nos. 34-63123, IC-29463, 75 F.R. 66622, 66629 f.; siehe auch oben § 4 A.I.2.

897 SEC, Enhanced Reporting of Proxy Votes by Registered Management Investment Companies; Reporting of Executive Compensation Votes by Institutional Investment Managers (Proposed rule), Release Nos. 34-93169, IC-34389 (2021), 86 F.R. 57478, 57495 f.

transparenz hervorgehoben.⁸⁹⁸ Dabei kritisierte sie auch, dass in der Diskussion über die Einführung solcher Berichtsformate allgemein zu oft die zusätzlichen Kosten im Vordergrund stünden, während der zusätzliche Nutzen für das Publikum in den Hintergrund rücke.⁸⁹⁹ Ferner hob sie hervor, dass gerade Offenlegungsthemen wie die Abstimmungstransparenz geradezu prädestiniert für strukturierte Formate seien, da die Anzahl der notwendigen Tags gerade im Vergleich zur allgemeinen Finanzberichterstattung sehr überschaubar sei.⁹⁰⁰

Richtet man den Blick auf die ARRL II und das ARUG II, wirkt die Frage, ob zentral gesammelte, insgesamt schon recht stark standardisierte Formulare durch leistungsfähigere Datenformate abgelöst werden sollten, wie eine solche aus einer anderen Welt, jedenfalls aber aus einer anderen Zeit. Statt sich auch nur ansatzweise mit dem Format der Offenlegung des Abstimmungsverhaltens auseinanderzusetzen, beschränken sich der europäische Gesetzgeber in Art. 3g Abs. 1 lit. b Satz 2 ARRL sowie der deutsche Umsetzungsgesetzgeber in § 134b Abs. 3 AktG auf eine abstrakte Regelung im Stil einer BGB-Vorschrift. Den Rechtsanwendern bietet diese Formulierung reichlich Spielräume und dem Publikum garantiert sie ein Potpourri heterogen ausgestalteter Offenlegungen. Die Möglichkeiten des digitalen Zeitalters werden nicht ansatzweise ausgenutzt.⁹⁰¹

In formeller Hinsicht haben die betroffenen Verwalter mangels jeglicher Standardisierung weitreichende Gestaltungsfreiheit bei der Darstellung des Abstimmungsverhaltens. Nahe liegt hier zwar eine nach Portfoliogesellschaften und Abstimmungsgegenständen gegliederte tabellarische Aufstellung á la Form N-PX,⁹⁰² der Wortlaut der Vorschrift scheint aber prinzipi-

898 Lee, The Promise of Structured Data: True Modernization of Disclosure Effectiveness, Rede v. 17.11.2020 anlässlich des XBRL US Investor Forum 2020, <https://www.sec.gov/news/speech/lee-structured-data-2020-11-17>.

899 Lee, The Promise of Structured Data: True Modernization of Disclosure Effectiveness, Rede v. 17.11.2020 anlässlich des XBRL US Investor Forum 2020, <https://www.sec.gov/news/speech/lee-structured-data-2020-11-17>.

900 Lee, The Promise of Structured Data: True Modernization of Disclosure Effectiveness, Rede v. 17.11.2020 anlässlich des XBRL US Investor Forum 2020, <https://www.sec.gov/news/speech/lee-structured-data-2020-11-17>.

901 Der hier betrachtete Vorschriftenkomplex ist dabei leider kein atypischer Einzelfall. Die Probleme stehen vielmehr symptomatisch für ein allgemeineres und durchaus gravierendes Digitalisierungsdefizit in der europäischen Informationsgesetzgebung und ihrer nationalen Umsetzung; eindringlich dazu aus dem Blickwinkel des Verbraucherschutts zuletzt auch Gsell, ZfPW 2022, 130, 132 ff.

902 Vgl. Ruppel, ZGR 2022, 219, 240.

ell auch offen für andere Ansätze. Die etwas eigenwillige Interpretation der Abstimmungstransparenz im RTS zu Art. 52 IFR illustriert eindrücklich, dass allgemein formulierte Vorgaben wie eine „vollständige Beschreibung des Wahlverhaltens“ auch aus inhaltlicher Sicht beachtliche Auslegungsspielräume zulassen. Selbst grundlegende Fragen des Anwendungsbereichs, etwa wie mit Gruppenkonstellationen oder Verwaltern umzugehen ist, die mehrere Fonds anbieten oder in mehreren Mitgliedstaaten aktiv sind, werden von der ARRL II und vom ARUG II offengelassen oder nur bruchstückhaft in der Begründung geregelt. Statt in einer zentralen, durchsuchbaren Datenbank mit eindeutigen Identifikatoren müssen die Berichte ferner nur irgendwo auf der Internetseite des Berichtspflichtigen veröffentlicht werden, nach der deutschen Umsetzung mit einer Vorhaltefrist von gerade einmal drei Jahren (§ 134b Abs. 4 AktG).

Systematische empirische Bestandsaufnahmen der bisherigen Anwendungspraxis der ARRL-Vorgaben durch größere Verwaltergruppen gestalten sich bislang schwierig. Erstens ist bei international tätigen Verwaltern nicht ganz klar, auf welche nationale Umsetzung es ankommt und auf welcher Sprachfassung der Internetseite man nach den maßgeblichen Informationen suchen sollte. Zweitens müssen die Stewardship-Berichte nach Art. 3g ARRL nicht zwangsläufig als solche überschrieben werden. Es ist daher nicht immer ganz offensichtlich, ob und welche stewardship-bezogenen Offenlegungen zumindest auch in Erfüllung der Richtlinien- bzw. nationalen Umsetzungsvorgaben erfolgen. Zahlreiche passive Verwalter stellen zwar inzwischen auch Online-Tools zur Verfügung, über die sich das Abstimmungsverhalten der gesamten Gruppe einsehen lässt. In den Details bestehen aber gewisse Unterschiede. BlackRock etwa gibt nur die gruppenweiten Abstimmungsempfehlungen des zentralen Stewardship-Teams an, verbunden mit den Hinweisen, dass einzelne Fonds auch anders abgestimmt haben könnten und dass das Abstimmungsverhalten für US-Fonds im Detail über die Forms N-PX nachvollziehbar sei.⁹⁰³ Im Tool von Amundi finden sich keine näheren Erläuterungen, das Abstimmungsverhalten lässt sich aber auch hier nur nach Emittenten, nicht hingegen nach Fonds filtern.⁹⁰⁴ Die Tools von Vanguard und DWS lassen prinzipiell eine Filterung nach Fonds zu, bei Auswahl mehrerer Fonds al-

903 BlackRock, Proxy Voting Search, <http://vds.issproxy.com/SearchPage.php?CustomerID=10228>; siehe auch BlackRock, Shareholder Rights Directive II – Implementation of Engagement Policy (2020).

904 Amundi, Proxy Voting Records, <https://legroupe.amundi.com/Sites/Amundi-Corporate/Pages/Documentation-Legale/Resultats-de-Votes>.

lerdings wird auch hier das Abstimmungsverhalten geblockt für alle Fonds ausgegeben.⁹⁰⁵

Was die Auffindbarkeit der Berichte nach §§ 134a ff. AktG angeht, könnten die Pläne der Europäischen Kommission zur Einrichtung eines „European Single Access Point“ (ESAP) als Analogon zum US-amerikanischen EDGAR-Portal mittelfristig zu einer gewissen Verbesserung führen: Nach den Ende November 2021 vorgelegten Entwürfen⁹⁰⁶ sollen auch die Offenlegungen nach Art. 3g ff. ARRL zur Veröffentlichung über den ESAP eingereicht werden.⁹⁰⁷ Es ist allerdings nicht damit zu rechnen, dass die ESAP-Integration auch einen Beitrag zur standardisierten Darstellung innerhalb der Berichte leisten wird. Die in den Entwürfen vorgesehenen Ermächtigungen für Technische Durchführungsstandards (ITS) sprechen zwar auch von einer Konkretisierung der „Strukturierung der Daten in den Informationen“.⁹⁰⁸ Diese Formulierung dürfte sich aber allein auf die Struktur der einzureichenden Datenpakete beziehen, nicht hingegen auch auf die nähere Ausgestaltung der eigentlichen Offenlegungen. Für die Konkretisierung der entsprechenden Pflichten wird es vielmehr weiterhin auf die jeweils einschlägigen Level 2-Mandate ankommen. Auch in puncto Maschinenlesbarkeit sind auf Basis der Vorschläge der Kommission wenig Verbesserungen zu erwarten. Die Einreichungen haben nach den Entwürfen nur dann in maschinenlesbaren Datenformaten zu erfolgen, wenn dies durch Unionsrecht an anderer Stelle vorgeschrieben ist (wie etwa bei den IFRS-Konzernabschlüssen).⁹⁰⁹ Andernfalls genügt die Ein-

905 Vanguard, Proxy Voting Records, <https://vds.issgovernance.com/vds/#/MTAwMjAxMA==/>; DWS, Proxy Voting Dashboard, <https://www.dws.de/das-unternehmen/corporate-governance/?&&>.

906 Das ESAP-Paket besteht aus drei Legislativvorschlägen: Der Entwurf für die ESAP-Verordnung (COM(2021) 723 final) regelt die Einrichtung des ESAP, seine Verwaltung und allgemeine Modalitäten der Einreichung. Flankiert wird der Entwurf durch Entwürfe für eine Omnibus-Richtlinie (COM(2021) 724 final) und eine Omnibus-Verordnung (COM(2021) 725 final), die die Richtlinien und Verordnungen ändern, in denen sich die für den ESAP relevanten Offenlegungsvorschriften befinden. Dort sollen jeweils gleichlautende Vorschriften zur ESAP-Einreichung eingefügt werden.

907 Kommissionsentwurf ESAP-Omnibus-Richtlinie, COM(2021) 724 final, Art. 5 (zur Einfügung eines neuen Art. 14c ARRL). Dasselbe gilt für die Offenlegungen nach Art. 52 IFR, siehe Kommissionsentwurf ESAP-Omnibus-Verordnung, COM(2021) 725 final, Art. 18 (zur Einfügung eines neuen Art. 46a IFR).

908 Beispielhaft Kommissionsentwurf ESAP-Omnibus-Richtlinie, COM(2021) 724 final, Entwurf zu Art. 14c Abs. 4 Uabs. 1 lit. b ARRL.

909 Vgl. Kommissionsentwurf ESAP-Verordnung, COM(2021) 723 final, S. 10.

reichung in einem „datenextrahierbaren Format“.⁹¹⁰ Dies erfordert aber allein, dass das Dokument prinzipiell zur maschinenbasierten Datenextraktion geeignet ist und nicht ausschließlich für das menschliche Auge lesbar ist.⁹¹¹ Die meisten Formate, die gegenwärtig zur Erfüllung verschiedener Offenlegungspflichten verwendet werden (namentlich computergenerierte PDFs, HTML-Dokumente und Excel-Dateien), dürften diese Voraussetzung bereits erfüllen, auch wenn sich die computergestützte Auswertung hier häufig deutlich umständlicher gestaltet als bei maschinenlesbaren Formaten.⁹¹² Aus den Begleitmaterialien ergibt sich, dass mit dem Erfordernis des „datenextrahierbaren Formats“ vor allem der Offenlegung gescannter Dokumente entgegengewirkt werden soll.⁹¹³

2. Inhalt der Berichterstattung

Eine weitere wichtige Weichenstellung der Abstimmungstransparenz betrifft die Frage, zu welchen Abstimmungsgegenständen welche Informationen offengelegt werden müssen. Aus der Standardisierungs- und Durchsetzungsfunktion der Transparenzvorschriften lassen sich hier zwar wenig Implikationen für die Auswahl der offlegungspflichtigen Posten gewinnen, aber doch immerhin für die Art und Weise, in welcher diese geregelt werden. Was im Einzelnen zur Veröffentlichung des Abstimmungsverhaltens zählt, sollte klar definiert sein und Beurteilungsspielräume sollten, wo möglich, vermieden werden. Andernfalls kann die Vergleichbarkeit des Abstimmungsverhaltens verschiedener Verwalter, auf welcher der Steuerungszweck der Vorschrift aufbaut, nur schwer erreicht werden. Ferner erleichtert es die Rechtsdurchsetzung, wenn klar geregelt wird, welche Informationen offenzulegen sind und welche nicht. Diskussionen und

910 Beispielhaft Kommissionsentwurf ESAP-Omnibus-Richtlinie, COM(2021) 724 final, Entwurf zu Art. 14c Abs. 1 Uabs. 2 lit. a ARRL.

911 Kommissionsentwurf ESAP-Verordnung, COM(2021) 723 final, Art. 2 Nr. 3. Das maschinenlesbare Format geht hierüber hinaus, in dem es „so strukturiert ist, dass Softwareanwendungen konkrete Daten, einschließlich einzelner Sachverhaltsdarstellungen und deren interner Struktur, leicht identifizieren, erkennen und extrahieren können“, Art. 2 Nr. 4 des Entwurfs i.V.m. Art. 2 Nr. 13 Richtlinie (EU) 2019/1024 (Open-Data-Richtlinie).

912 Vgl. Europäische Kommission, Impact Assessment Report zum ESAP-Paket, SWD(2021) 344 final, Annex 20.

913 Vgl. Europäische Kommission, Impact Assessment Report zum ESAP-Paket, SWD(2021) 344 final, S. 14, 16, 34.

Streitigkeiten darüber, was im Einzelnen noch von einer unbestimmten Formulierung erfasst ist, erübrigen sich dann von vornherein.

Unter diesem Gesichtspunkt kritikwürdig ist der Ansatz des § 134b Abs. 3 AktG (Art. 3 Abs. 1 lit. b Satz 3 ARRL), der „unbedeutende“ Abstimmungsgegenstände von der Transparenz ausnimmt. Die Differenzierung zwischen bedeutenden und unbedeutenden Abstimmungsgegenständen bringt eine Vielzahl von Auslegungs- und Abgrenzungsproblemen mit sich,⁹¹⁴ während unklar bleibt, welchen Mehrwert sie schafft. Die direkte Grenzkostenersparnis dürfte jedenfalls bei digitaler Erfassung der Abstimmungsdaten gegen null gehen,⁹¹⁵ zumal die Prüfung der Bedeutung ihrerseits Transaktionskosten verursacht.⁹¹⁶ Selbst wenn man davon ausgeht, dass die Offenlegung von Abstimmungsdaten zumindest in Einzelfällen Geschäftsgeheimnisse berührt und daher auch indirekte Kosten verursachen könnte,⁹¹⁷ dürften diese Kosten kaum in unbedeutenden Abstimmungsgegenständen konzentriert sein. Hingegen nährt die Verfügbarkeit weicher Ausnahmen die Sorge, dass Verwalter umstrittene Abstimmungsentscheidungen aus Eigeninteresse als unbedeutend einordnen könnten, gerade wenn die Offenlegungspflicht keiner nennenswerten Prüfung und Aufsicht unterliegt. Ein Nutzen für das Publikum hingegen ergäbe sich durch die Beschränkung der Offenlegung auf bedeutende Abstimmungsgegenstände nur dann, wenn man davon ausgeht, dass das Publikum selbst nicht in der Lage ist, wichtige Abstimmungsgegenstände wie Aufsichtsratswahlen von unwichtigen Anträgen zur Tagesordnung zu trennen. Eine

914 Kritisch insoweit auch Hirte/Heidel/Müller, § 134b AktG Rn. 7 (fehlende Benennung der Kriterien durch Gesetzgeber vor allem in Verbindung mit der fehlenden Transparenz der von den Berichtspflichtigen angewandten Kriterien bedenklich).

915 Vgl. auch Schäfer, Corporate Governance bei Kapitalanlagegesellschaften (2009), S. 138 (Kosten tabellenmäßiger Darstellung des Abstimmungsverhaltens dürften sich in „überschaubare[m] Rahmen“ bewegen).

916 Ebenso Ruppel, ZGR 2022, 219, 240; Winterhalder, Indexfonds in der Corporate Governance (2022), S. 264 f.; anders ErWG 18 Satz 2 ARRL II („Verringerung eines möglichen bürokratischen Aufwands“) und RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 101 („kostentreibende Bürokratie“ solle vermieden werden).

917 Allgemein in Bezug auf die Vorgaben der ARRL II zu institutionellen Investoren Lutter/Bayer/Schmidt, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 29.41 („zwangsweise[] Preisgabe zentraler Geschäftsgeheimnisse“); zu Recht skeptisch gegenüber der Durchschlagskraft dieses Arguments aber Schmolke, EBOR 7 (2006), 767, 808; solche Sorgen dürften allenfalls mit Blick auf die Transparenzvorschriften betreffend die Anlagestrategie nach § 134c Abs. 1 AktG angezeigt sein, kritisch zum Richtlinienentwurf insoweit etwa Freitag, AG 2014, 647, 652.

derart pessimistische Sichtweise auf die Kapazitäten des relevanten Publikums scheint allerdings nicht völlig konsistent mit den Annahmen, die nötig sind, um die Abstimmungstransparenz überhaupt zu motivieren.

Pauschale Hinweise auf einen möglichen „information overload“⁹¹⁸ des Publikums sind dabei wenig zielführend. Im Rahmen einer computergestützten Auswertung durch professionelle Marktteilnehmer oder Informationsintermediäre spielt die Anzahl der zu untersuchenden Datenpunkte bei den meisten Anwendungen heutzutage nur eine untergeordnete Rolle. Zu den größten Schreckgespensten für den Datenanalysten im digitalen Zeitalter gehören vielmehr uneinheitliche Datenformate und -strukturen sowie das Fehlen eindeutiger Identifikatoren, mit denen verschiedene Datensätze zusammengeführt werden können. Aber auch mit Blick auf die Informationsbedürfnisse des nicht-professionellen und in den Methoden der modernen Datenverarbeitung weniger versierten Publikums stellen Sorgen vor einem „information overload“ ein lösbares Problem dar. Ihnen lässt sich leicht dadurch begegnen, dass die offenkundigspflichtigen Informationen – beispielsweise durch geeignete webbrowsersbasierte Tools – in unterschiedlicher Detailtiefe und in verschiedenen Formaten zugänglich gemacht werden oder in Zusammenfassung, Hauptteil und Anhang aufgeteilt werden. Die Erleichterung der adressatengerechten Darstellung ist unter diesem Gesichtspunkt nur ein weiterer Vorteil, der für die Verwendung strukturierter Berichtsformate spricht.⁹¹⁹

Unabhängig von den grundsätzlichen Bedenken an der Differenzierung zwischen bedeutenden und unbedeutenden Abstimmungsgegenständen verwundert im Rahmen der ARRL-Abstimmungstransparenz auch das Kri-

918 Speziell mit Blick auf die Stewardship-Transparenz nach der ARRL II etwa *Bayer/Schmidt*, BB 2017, 2114, 2115; *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 29.41; allgemein zu finanzmarktrechtlichen Offenlegungspflichten *Rudkowski*, Transparenzpflichten zur Kontrolle von Finanzdienstleistungsunternehmen (2016), S. 111 f., 182. Für einen allgemeinen Überblick der Literatur zum Problem des „information overload“ siehe die Übersichten bei *Eppler/Mengis*, Inf. Soc. 20 (2004), 325 und *Roetzel*, Bus. Res. 12 (2019), 479; speziell zur Berichterstattung am Kapitalmarkt etwa *Paredes*, Wash. U. L. Q. 81 (2003), 417 und aus deutscher Sicht *Möllers/Kernchen*, ZGR 2011, 1.

919 Zurückhaltender gegenüber adressatenspezifischer Ausgestaltung finanzmarktrechtlicher Offenlegungspflichten *Rudkowski*, Transparenzpflichten zur Kontrolle von Finanzdienstleistungsunternehmen (2016), S. 182 (mit Verweis auf die Unübersichtlichkeit des Nebeneinanders von vereinfachter und komplexer Information, allerdings ohne Diskussion der Chancen, die die Digitalisierung hier bietet).

terium der *relativen* Bedeutung im Verhältnis zum Portfolio (ErwG 18 Satz 3 ARRL II). Gerade die passiven Verwalter verfügen oft über eine Vielzahl von Beteiligungen, von denen jede einzelne nur ein Halm im Heuhaufen ist.⁹²⁰ Die Bedeutungslosigkeit der Einzelbeteiligung ist maßgebliches Ziel der Diversifikation. Weshalb gerade den passiven Verwaltern, deren Stewardship-Anreize besonders problematisch scheinen, ein einfacher Weg aus der Berichterstattungspflicht geebnet werden sollte, leuchtet nicht ein. Eine quantitative Bedeutungsgrenze sollte, soweit man sie überhaupt für erstrebenswert erachtet, zuvörderst oder zumindest auch an der absoluten Beteiligungsquote ansetzen. Fragwürdig scheint weiterhin die gesetzgeberische Entscheidung, die Konkretisierung entsprechender Grenzen der Praxis zu überantworten. Gerade weil der Zweck der Ausnahmeregelung ohnehin etwas schleierhaft ist, sieht sich jeder Konkretisierungsversuch durch Angabe eines quantitativen Richtwerts dem Vorwurf der Willkür ausgesetzt. Ob der „richtige“ Grenzwert hier wie in der Literatur vorgeschlagen bei 1 %⁹²¹ oder vielleicht doch bei 0,1 % liegen sollte, ist am Ende eine Wertungsfrage, auf die sich mit den herkömmlichen Auslegungsmethoden nur schwer eine überzeugende Antwort finden lassen dürfte.

Statt konturlos oder anhand starrer Grenzen zwischen transparenzpflichtigen und anderen Abstimmungsgegenständen zu differenzieren, könnte die Offenlegung auch um ergänzende Informationen erweitert werden, die darauf abzielen, dem Publikum die eigenständige Einordnung der Bedeutung der jeweiligen Datenpunkte zu ermöglichen oder zu erleichtern. Dazu zählt namentlich der Umfang der von einem Verwalter gehaltenen Aktien als Prozentsatz der stimmberechtigten Aktien insgesamt und in Bezug auf die Präsenzquote der jeweiligen Hauptversammlung sowie der Marktwert dieser Aktien im Verhältnis zum Gesamtwert des jeweiligen Portfolios. Meistens lassen sich diese Informationen zwar theoretisch unter Zuhilfenahme anderer Dokumente oder bestimmter Datenbanken berechnen. Die Aggregationsleistung, die der einzelne Teilnehmer der Öffentlichkeit erbringen muss, um aus den verfügbaren Daten diejenigen Informationen zu destillieren, die für eine kritische Würdigung des Abstimmungsverhaltens von Nöten wären, ist allerdings beachtlich. Den Verwaltern hingegen dürften die entsprechenden Informationen oh-

920 In Anlehnung an einen bekannten Anlageratschlag des Gründers der Vanguard-Gruppe: „Don’t look for the needle in the haystack. Just buy the haystack“; *Bogle, The Little Book of Common Sense Investing* (2017), S. 122.

921 Oben Fn. 805 und zugehöriger Text.

nehin vorliegen. Weder die Transparenzbestimmungen nach der ICA-Proxy Voting Rule noch die europäischen Vorgaben sehen eine Offenlegung derartiger ergänzender Datenpunkte vor. Nicht gesondert anzugeben ist ferner der Anteil der gehaltenen Aktien eines Emittenten, für den die Stimmrechte auch tatsächlich ausgeübt wurden. Diese Information ist vor allem dann interessant, wenn Fonds in nicht unerheblichem Umfang Aktien auch über den Hauptversammlungstermin verleihen (dürfen).⁹²² Die Ergänzung eines entsprechenden Offenlegungspostens hatte die SEC in den USA schon im Jahr 2010 konsultiert.⁹²³ Mit der Diskussion über die zunehmende Bedeutung der Indexfonds ist die Frage dort nun auf die Agenda zurückgekehrt.⁹²⁴ In dem neuen Konsultationsentwurf schlägt die SEC vor, dass einerseits die Anzahl der Aktien offengelegt werden soll, aus denen Stimmrechte ausgeübt wurden, und andererseits die Anzahl der verliehenen und nicht rechtzeitig zum Hauptversammlungstermin zurückgerufenen Aktien.⁹²⁵

3. Rechtsdurchsetzung

Bei der Stewardship-Transparenz handelt es sich von vornherein um eine Querschnittsmaterie zwischen Gesellschafts- und Fachaufsichtsrecht. Es scheint daher aussichtslos, darüber zu streiten, welches Rechtsgebiet die „natürliche Heimat“ für entsprechende Regelungen darstellt. Für jedes der beiden Gebiete ließe sich die dortige Verortung der materiell-rechtlichen Regelungen mit thematisch benachbarten Vorschriften begründen⁹²⁶ oder mit dem Argument der Systemfremdheit ablehnen.⁹²⁷ Für die Effektivität

922 Vgl. *Hu/Mitts/Sylvester*, NYU Law and Economics Research Paper No 20–52 (2021), 25.

923 SEC, Reporting of Proxy Votes on Executive Compensation and Other Matters (Proposed Rule) (2010), Release Nos. 34-63123, IC-29463, 75 F.R. 66622, 66630.

924 Vgl. *Lee*, Every Vote Counts: The Importance of Fund Voting and Disclosure, Rede v. 17.3.2021 anlässlich der ICI Mutual Funds and Investment Management Conference, <https://www.sec.gov/news/speech/lee-every-vote-counts>.

925 SEC, Enhanced Reporting of Proxy Votes by Registered Management Investment Companies; Reporting of Executive Compensation Votes by Institutional Investment Managers (Proposed rule), Release Nos. 34-93169, IC-34389 (2021), 86 F.R. 57478, 57489 f.

926 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 98 verweist etwa auf die sachliche Nähe zur Stimmrechtsausübung.

927 *Paschos/Goslar*, AG 2018, 857, 871 („Fremdkörper im Aktienrecht“); *Grigoleit/Splinter*, § 134a AktG Rn. 11 („tendenziell systemfremd“).

des geschaffenen Regelungsregimes spielt die Frage, in welches bestehende oder neue Gesetz die materiellen Vorschriften geschrieben werden, für sich genommen nur eine untergeordnete Rolle, wenngleich sie angesichts unterschiedlicher Abstimmungserfordernisse zwischen Ministerien⁹²⁸ und unterschiedlicher Kommentierungslandschaften⁹²⁹ auch keineswegs vollständig bedeutungslos sein mag.

Ungleich wichtiger scheint hingegen die Frage nach der Ausgestaltung der Rechtsdurchsetzung, insbesondere mit Blick auf die einschlägigen behördlichen Zuständigkeiten und Befugnisse. Hier liegt es eigentlich nahe, die Aufsichtszuständigkeit bei der sachnächsten Behörde anzusiedeln. Dies dürften regelmäßig diejenigen Stellen sein, die auch hauptamtlich mit der Beaufsichtigung der Vermögensverwalter und anderer eventuell berichtspflichtiger institutioneller Investoren befasst sind, schlicht weil die zur Aufsicht über die stewardship-spezifischen Transparenzpflichten nötigen Strukturen, Ressourcen und Prozesse hier regelmäßig ohne schon vorhanden sein dürften oder zumindest kostengünstig geschaffen werden könnten. Unabhängig von der Zielrichtung der Vorschriften und dem Zielpublikum der Offenlegungen sind die Vermögensverwalter schließlich auch im engeren Sinn die Adressaten der Vorschriften.

Vor dem Hintergrund der zahlreichen Anknüpfungspunkte im Fachaufsichtsrecht schien schon die Entscheidung des europäischen Gesetzgebers, die Vorschriften zu institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern in der ARRL festzuschreiben, zweifelhaft.⁹³⁰ Bei kapitalmarktrechtlicher Ausgestaltung der Transparenzpflichten wären die einzelnen Punkte prädestiniert für eine Konkretisierung im Lamfalussy-Verfahren gewesen und die europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) hätten eine koordinierende Rolle zur Vereinheitlichung der Berichterstattung im grenzüberschreitenden Verkehr einnehmen können. Auch im Rahmen des nur wenig später verabschiedeten Art. 52 IFR delegierte der Unionsgesetzgeber die Details schließlich wie selbstverständlich an die EBA. Mit Blick auf die aktienrechtliche Stewardship-Transparenz sind die ESAs lege lata nicht einmal

928 Vgl. *Tröger*, ZGR 2019, 126, 150.

929 Vgl. *Koch*, BKR 2020, 1, 2 (Aufsplitterung in KAGB, WpHG und VAG nicht ganz unproblematisch, da „deutsche Kommentarkultur dazu verleitet, den inneren Zusammenhang solcher Einheitsregeln zu verschütten“).

930 Mit Hinweis auf die sektoralen Spezialvorschriften bereits *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1125; für Aufsicht durch Finanzmarktbehörden auch *Inci*, *Shareholder Engagement* (2018), S. 207.

auf informellem Wege (z.B. Q&As nach Art. 16b ESAs-Verordnungen⁹³¹) zur Konkretisierung befugt, da sich die Zuständigkeit der Behörden nicht auf die ARRL erstreckt (Art. 1 Abs. 2 ESAs-Verordnungen). Wie der Blick in die USA zeigt, hätte die aufsichtsrechtliche Qualifikation der Vorschriften auch aus rechtsvergleichender Sicht durchaus eingeleuchtet.

Vor dem Hintergrund der Systematik der europäischen Regelung mag man dem deutschen Gesetzgeber die Umsetzung im Aktiengesetz noch nachsehen.⁹³² Schwieriger zu verdauen ist hingegen der Verzicht auf ein erfolgversprechendes Durchsetzungskonzept auch in der nationalen Umsetzung. Nach der gesetzlichen Konzeption besteht der Durchsetzungsrahmen für die §§ 134a ff. AktG in einer überaus eng formulierten Bußgeldvorschrift mit sehr moderatem Bußgeldrahmen. In zwei Anläufen konnte sich der Gesetzgeber nicht einmal dazu überwinden, die Zuständigkeit für die Anwendung dieses Bußgeldtatbestands bei der BaFin anzusiedeln. Für die präventive Aufsichtspraxis der BaFin entfalten die Vorschriften nur höchst indirekte Bedeutung, jedenfalls nach der öffentlich kommunizierten – und nach hier vertretener Ansicht zutreffenden – Rechteeinschätzung der Behörde selbst. Auf dieser Basis dürfte sich nur schwerlich eine effektive, einheitliche und für das Publikum nützliche Implementierung abstrakter Offenlegungsvorgaben in der Praxis erreichen lassen, gerade auch, weil die einschlägigen gesetzlichen Vorgaben sehr schmallippig ausfallen und in erheblichem Maße konkretisierungsbedürftig scheinen.⁹³³

Dass die BaFin nicht einmal als die zuständige Verwaltungsbehörde für den Bußgeldtatbestand benannt wurde, überrascht bei alledem auch mit Blick auf ihre Zuständigkeit für die Verfolgung von Verstößen bei der Offenlegung von Related Party Transactions.⁹³⁴ Diese – durch das FISG beibehaltene – Regelung wurde gerade mit der Nähe zur Zuständigkeit

931 Verordnungen (EU) 1093/2010 (EBA), 1094/2010 (EIOPA) und 1095/2010 (ESMA).

932 In der Literatur wurde vielfach auch bereits die Umsetzung der materiellen Vorschriften im Aktienrecht abgelehnt, vgl. *Baums*, ZHR 183 (2019), 605, 606 f.; *Tröger*, ZGR 2019, 126, 148 f.; *Stöber*, DStR 2020, 391, 393; *Mülbert*, AG 2021, 53, 54; für kapitalmarktrechtliche Umsetzung auch *Zetzsche*, in: FS Baums (2017), S. 1520. Ähnlich wie hier *Koch*, BKR 2020, 1, 2 f., der für die Verortung im Aktiengesetz – wengleich zweifelnd – noch ein gewisses Verständnis zeigt und das eigentliche Problem auf der Rechtsfolgenseite sieht.

933 Skeptisch auch *Tröger*, ZGR 2019, 126, 149 f. („Bedürfnis nach einer flexiblen hoheitlichen Rechtsdurchsetzung“, etwa durch „Leitlinien, Rundschreiben etc.“); *Koch*, BKR 2020, 1, 3.

934 § 111c Abs. 1 Satz 1 i.V.m. § 405 Abs. 2a Nr. 6, Abs. 5 Nr. 1 lit. a AktG.

der BaFin bei ad-hoc-Mitteilungen begründet.⁹³⁵ Spätestens mit Blick auf diese und andere Befugnisse der BaFin bei der Aufsicht über Emittenten überzeugt auch der Einwand, die BaFin sei nach „deutschem Verständnis [...] kein ‚Aktienaufsichtsamt‘“, wenig.⁹³⁶ Ohnehin geht es bei der Durchsetzung der §§ 134a ff. AktG nicht wirklich um die Aufsicht über Emittenten und deren Aktien, sondern vielmehr um die Aufsicht über die ohnehin beaufsichtigten Beteiligungsinhaber. Das Argument lässt sich genauso gut, wenn nicht stärker, in die umgekehrte Richtung wenden: Weder das BfJ noch die nach § 36 Abs. 1 Nr. 2 lit. a OWiG zuständigen Stellen der Länder sind nach deutscher Tradition „Institutionelle-Investoren-Aufsichtsämter“.

4. Internationaler Anwendungsbereich

In der Praxis wird die Implementierung von Maßnahmen zur Stärkung der Stewardship-Aktivitäten von Vermögensverwaltern dadurch verkompliziert, dass diese Verwalter häufig grenzüberschreitend investieren. Dem internationalen Anwendungsbereich entsprechender Vorschriften kommt daher eine mehr als nur ganz nebensächliche Bedeutung zu. Zu unterscheiden ist insoweit zwischen der Anwendung auf inländische versus ausländische Verwalter und der Anwendung auf deren Stewardship-Aktivitäten in inländischen versus ausländischen Portfoliogesellschaften. Die Abstimmungstransparenz nach der ICA-Proxy Voting Rule findet nur auf US-amerikanische Fonds Anwendung, aber ohne Rücksicht auf den Sitz der Portfoliogesellschaften. Der Anwendungsbereich der Art. 3g, 3h ARRL hingegen ist – ebenso wie derjenige des Art. 52 IFR – nicht nur auf europäische Verwalter beschränkt, sondern jedenfalls nach hier vertretener Interpretation auch auf Stewardship-Aktivitäten in EU-Portfoliogesellschaften.⁹³⁷

In der Literatur ist vor allem die territoriale Beschränkung der ARRL II-Vorschriften auf Seiten der Vermögensverwalter kritisiert worden.⁹³⁸ Wie in § 2 gesehen werden institutionelle Beteiligungen an deutschen und

935 RegE ARUG II, BT-Drs. 19/9739, S. 117.

936 *Zetzsche*, AG 2020, 637, 639.

937 Oben § 4 B.II.2.

938 *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1125; *Baums*, ZHR 183 (2019), 605, 608; *Ekkenga*, WM 2020, 1664, 1669; *Koch*, BKR 2020, 1, 3; *Zetzsche*, AG 2020, 637, 641; *Brellocks*, ZHR 185 (2021), 319, 332 f.; *Hein*, Die Stewardship-Verantwortung institutioneller Investoren (2018), S. 199; *Heinen*, Institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater (2019), S. 48 f.; *Grigoleit/Splinter*, § 134a AktG Rn. 25.

europäischen Gesellschaften zwar in der Tat in erheblichem Umfang von außerhalb der EU ansässigen Akteuren gehalten. Aus dieser rechtstatsächlichen Beobachtung allein folgt aber noch nicht, dass eine Erweiterung des Anwendungsbereichs europäischer Stewardship-Transparenzvorschriften auf drittstaatliche Verwalter zwingend geboten wäre. So scheint schon im Ausgangspunkt höchst fraglich, ob inländische Transparenzvorschriften die gewünschten Marktmechanismen zur Disziplinierung der Verwalter im Ausland in gleichem Umfang zu aktivieren imstande wären wie im Inland. Selbst wenn der Gesetzgeber der Rechtsdurchsetzung die gebotene Rücksicht beimessen würde, könnte sich auch diese im Rahmen der extraterritorialen Anwendung als besonders schwierig erweisen.⁹³⁹

Vor allem aber sollten die praktischen Auswirkungen der Nicht-Anwendung der Art. 3g, 3h ARRL auf außereuropäische Verwalter nicht überschätzt werden: Soweit auswärtige Beteiligungen auf das UK entfallen, gilt es zu beachten, dass die ARRL II dort noch umgesetzt wurde, und zwar unter ausdrücklicher Erstreckung auf Stewardship-Aktivitäten in aus UK-Sicht ausländischen Portfoliogesellschaften.⁹⁴⁰ Ferner wird die Stewardship-Transparenz der ARRL dort weitgehend durch die detaillierteren Anforderungen nach dem aktualisierten Stewardship Code überlagert.⁹⁴¹ Im Übrigen entfällt der Großteil der Drittstaaten-Beteiligungen nach gegenwärtigem Kenntnisstand auf US-amerikanische Vermögensverwalter. Dort gelten aber im Zuständigkeitsbereich der SEC bereits seit 2004 ebenfalls umfangreiche Transparenzvorschriften, die sich auch auf das Abstimmungsverhalten US-amerikanischer investment companies in europäischen Gesellschaften erstrecken.⁹⁴² In Anwendungsbereich und Ausgestal-

939 Vgl. Freitag, AG 2014, 647, 651.

940 Vgl. Katelouzou/Sergakis, EBOR 22 (2021), 203, 221 f.; für Vermögensverwalter etwa FCA Handbook, Conduct of Business Sourcebook, Ziff. 2.2B.3.; für eine ausführliche Diskussion des stewardship-relevanten britischen Aufsichtsrechts Johnston/Beling/Segrestin, J. Corp. L. Stud. __ (2021), __, 13 ff.

941 Vgl. FRC, The UK Stewardship Code (2020), S. 30 („Signatories may choose to use their Report to meet the requirements of the Code and disclose information to meet other stewardship-related UK regulatory requirements or international stewardship codes.“); FCA, Feedback to CP19/7 and final rules, PS19/13, Tz. 2.20 („We cannot see a reason why firms that wish to provide their SRD II disclosures in the same document as their reporting under the (revised) Stewardship Code should not be able to do so.“); siehe auch Katelouzou/Sergakis, EBOR 22 (2021), 203, 229 f.

942 Hierauf hinweisend auch Inci, Shareholder Engagement (2018), S. 168 (mit Fn. 698), der die Beschränkung des Anwendungsbereichs insgesamt aber gleichwohl kritisch sieht (S. 203 f.); andeutungsweise auch Baums, ZHR 183 (2019),

tung sind die US-amerikanischen Transparenzvorgaben zwar nicht in allen Teilen identisch mit den deutschen und europäischen Vorgaben. Zumindest soweit es um das Abstimmungsverhalten von Publikumsfonds geht, bleiben die US-Vorschriften aber keineswegs hinter der ARRL II zurück. Im Gegenteil scheint die konkrete Ausgestaltung der Vorgaben mit Blick auf Format und Zugänglichkeit der Berichte sowie die behördliche Aufsicht in den USA durchaus besser gelungen als hierzulande. Das Abstimmungsverhalten US-amerikanischer Fonds in deutschen und europäischen börsennotierten Gesellschaften unterliegt damit im Endeffekt sogar stringenteren Vorgaben als dasjenige deutscher und europäischer Fonds, und zwar schon seit 2004.

Die Beschränkung des Anwendungsbereichs der ARRL II auf Stewardship-Aktivitäten in europäischen Gesellschaften hingegen leuchtet im Lichte der Überlegungen aus § 3 weniger ein. Auch wenn mit der Stewardship-Gesetzgebung mittelbar die Überwachung der Unternehmensführungen gestärkt werden soll, lässt sie sich ökonomisch doch vor allem mit Agenturproblemen im Verhältnis zwischen Verwaltern und Endanlegern motivieren. Begreift man die Stewardship-Transparenz hiernach primär als Anlegerschutzinstrument, spielt es keine entscheidende Rolle, ob die Portfoliogesellschaften im Inland oder im Ausland ansässig sind.⁹⁴³ Daran ändert es auch nichts, dass die erwünschten Auswirkungen auf die Corporate Governance teilweise in Drittstaaten realisiert werden. Es handelt sich dabei weniger um eine gezielte „extraterritoriale Zwangsbeglückung ausländischer Aktiengesellschaften“⁹⁴⁴ als um die notwendige Nebenfolge einer konsequent mit der Interessendivergenz zwischen Verwaltern und Endanlegern begründeten Ausgestaltung des Anwendungsbereichs. Weshalb diese externen Effekte für die Corporate Governance drittstaatlicher Gesellschaften aus Sicht der betroffenen Jurisdiktionen unerwünscht sein sollten, ist nicht ersichtlich. Auch der europäische Markt profitiert schließlich ganz erheblich von dem weiten Anwendungsbereich der aufsichtsrechtlichen Offenlegungspflichten für US-Publikumsfonds.

605, 609 mit Fn. 25; zu dem Informationsmehrwert der US-Regeln für Stakeholder ausländischer Gesellschaften auch *Gomtsian*, J. Corp. L. 45 (2019), 659, 682 f. (mit Blick auf die Abstimmungsdatensituation im UK).

943 Vgl. *Tröger*, ZGR 2019, 126, 141.

944 Vgl. *Tröger*, ZGR 2019, 126, 141 f.

III. Weitere Offenlegungsthemen

Neben der ex-post-Transparenz des Abstimmungsverhaltens können sich Offenlegungsvorgaben auch auf weitere Aspekte des Stewardship-Verhaltens beziehen, wie namentlich die engagements, den Ressourceneinsatz sowie das Bestehen und den Umgang mit Interessenkonflikten, vor allem im Hinblick auf anderweitige Geschäftsbeziehungen. Wie schon bei der Besprechung der empirischen Studienlage angemerkt,⁹⁴⁵ ist es um die Transparenz dieser weiteren Stewardship-Aspekte allerdings oft (noch) weniger gut bestellt als um das Abstimmungsverhalten in den Hauptversammlungen.

Dies betrifft zuvörderst etwaige informelle Kontakte zu den Leitungsorganen der Portfoliogesellschaften. Die Transparenz der engagements erschöpft sich bislang darin, dass größere Verwalter in ihren regelmäßigen Stewardship-Berichten eine Liste der Portfoliogesellschaften angeben, mit denen sie interagiert haben, wobei manche Verwalter die engagements noch grob nach Themen gruppieren.⁹⁴⁶ Nähere Erläuterungen zu Anlass, Form, Inhalt und Ergebnis des Kontakts sucht man aber vergeblich. Sorgfältig ausgestaltete Offenlegungsvorschriften zum „Ob“ und „Wie“ der engagements könnten hier möglicherweise zu einer gehaltvolleren Information des Publikums und einer besseren Vergleichbarkeit der Bestrebungen verschiedener Verwalter beitragen. Dazu könnte zunächst eine vereinheitlichte Definition des „engagements“ zählen, ggf. auch unter Differenzierung verschiedener Formen der Kontaktaufnahme (z.B. allgemeine „letters to CEOs“, unternehmensspezifische Schreiben, Telefongespräche, persönliche Treffen). Weiter könnten sich die Offenlegungen ausführlicher zu verschiedenen Details der einzelnen engagements äußern, zum Beispiel welche Seite den Kontakt suchte, welche Themen besprochen wurden, welche Forderungen gestellt wurden und welche Schlussfolgerungen der Verwalter aus dem Austausch für seine weiteren Stewardship-Aktivitäten gezogen hat.⁹⁴⁷ Wie bei der Abstimmungstransparenz sollten dabei die Vorzüge einer vollständigen Transparenz gegenüber einer Begrenzung auf „bedeutende“ Vorgänge nicht unterschätzt werden. Im Gegenteil: Wenn sich ein Großteil der engagements um bedeutungslose Fragen dreht, könnte auch dieser Umstand für das Publikum nicht ganz uninteressant sein. Denkbar wäre es ferner, engagement-Informationen jeweils in engem zeitlichem

945 Oben § 3 C.III.

946 Vgl. *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2123 f.

947 Mit diesen Vorschlägen *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2124.

Zusammenhang transparent zu machen (zum Beispiel in Gestalt einer laufend aktuell zu haltenden Online-Datenbank), statt nur geblockt in einem jährlichen Bericht.⁹⁴⁸ Gerade Anlass und Ergebnis von engagements im Vorfeld der Hauptversammlung könnten auch für andere Aktionäre von Interesse sein.⁹⁴⁹ Eine erhöhte Transparenz der engagements könnte auch zur Bewältigung etwaiger Gleichbehandlungsprobleme beitragen.⁹⁵⁰ Soweit man davon ausgeht, dass „subtile“ Einflussnahmen institutioneller Investoren auf das Wettbewerbsverhalten der Portfoliogesellschaften einen maßgeblichen Transmissionsmechanismus für antikompetitive Effekte von Common Ownership darstellen,⁹⁵¹ könnte eine Stärkung der engagement-Transparenz weiterhin auch die Prüfung und ggf. Sanktionierung von Verstößen gegen wettbewerbsrechtliche Vorschriften durch die zuständigen Behörden und andere Marktteilnehmer erleichtern und dadurch möglicherweise auch die abschreckende Wirkung des Kartellverbots erhöhen.⁹⁵²

Auch über die „Input-Seite“ der Stewardship-Aktivitäten großer Verwalter ist häufig nur wenig bekannt. Inwieweit Versprechungen, künftig mehr in Stewardship zu investieren, tatsächlich eingelöst wurden und werden, lässt sich daher oft nur schwer nachvollziehen. Erweiterte Offenlegungen könnten sich hier etwa mit der Organisation und Ressourcenausstattung der zentralen Stewardship-Abteilung befassen, von der personalen Ausstattung über das Budget hin zu den Vergütungsstrukturen und der internen Kostenschlüsselung auf die einzelnen Fonds.

948 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2124.

949 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2125.

950 Vgl. auch oben § 3 A.I.3.

951 Oben § 3 D.II.

952 Ähnlich *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht (2020), S. 219. Unter wettbewerblichem Blickwinkel kommen prinzipiell auch weitergehende Maßnahmen bis hin zum Verbot nicht-öffentlicher Kommunikation mit den Portfoliogesellschaften in Betracht; im Rahmen der Kosten-Nutzen-Abwägung gilt es dabei aber zu bedenken, dass „engagements“ als praktisch wichtige Form der Voice-Governance zugleich einen Beitrag zur Bewältigung des grundlegenden Agenturkonflikts der Corporate Governance leisten können; vgl. auch *Rock/Rubinfeld*, Antitrust L. J. 83 (2020), 201, Abschnitt IV.A.3; *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht (2020), S. 200; zu ähnlich gelagerten Problemen anderer Vorschläge ferner unten § 5 C.I und § 5 C.III. Die vielleicht größte Herausforderung für die Durchsetzung des Kartellverbots in diesem Zusammenhang dürfte ohnehin in der Nachweisbarkeit von „Hinterzimmergesprächen“ und ihrem konkreten Inhalt bestehen (vgl. *Elbaugé*, Ohio St. L. J. 82 (2021), 1, 23). Weder weiterreichende Transparenzvorschriften noch generelle Verbote schaffen hier zwangsläufig Abhilfe, da die gleichen Beweisprobleme auch deren Durchsetzung erschweren.

Auch über das Ausmaß von und den Umgang mit Interessenkonflikten lässt sich häufig nur spekulieren. In den einschlägigen Offenlegungen beschränken sich die Ausführungen der Verwalter meist auf Erläuterungen allgemeiner Art, ohne zu konkreten Konflikten Stellung zu nehmen. Schon im Ausgangspunkt ist meist unklar, im Verhältnis zu welchen konkreten Portfoliogesellschaften Geschäftsbeziehungen welchen Umfangs bestehen, die sich möglicherweise auf die Stewardship-Aktivitäten ausgewirkt haben könnten.⁹⁵³ Zudem bleibt auch bei Offenlegung etwaiger allgemeiner Richtlinien zum Stewardship-Verhalten – als einem wesentlichen Instrument zur Bewältigung der Konflikte *de lege lata* – meist offen, in welchem Umfang diese Richtlinien auch tatsächlich befolgt wurden.⁹⁵⁴ Gerade die Fälle, in denen von vorgefertigten Richtlinien abgewichen wird, verdienen aber eine erhöhte Aufmerksamkeit; gerade hier scheint auch das Bestehen von Geschäfts- oder anderweitigen Beziehungen zur Portfoliogesellschaft von herausgehobenem Interesse. Im Jahr 2003 hatte die SEC eine besondere Behandlung solcher Abweichungssituationen in der ICA-Proxy Voting Rule mit dem erstaunlichen Argument abgelehnt, dass eine Kontrolle aller Abstimmungsentscheidungen auf die Übereinstimmung mit den Richtlinien hin kostspielig wäre und zudem die Erläuterungen, warum von den Richtlinien abgewichen wurde, für das Publikum nicht von Interesse seien.⁹⁵⁵ Dies sind aber bei Lichte betrachtet keine Argumente gegen eine bestimmte Ausgestaltung der Offenlegungspflicht – sie stellen vielmehr bereits die nützliche Funktion der Richtlinien und von Transparenz per se infrage.

In Bezug auf die genannten Offenlegungsthemen bleiben die durch die ARRL II eingefügten Transparenzvorschriften erneut auf halber Strecke stehen. Die einzelnen Punkte ließen sich zwar zwanglos den in § 134b Abs. 1 AktG genannten Oberkategorien zuordnen. Mangels jeglicher Aussicht auf eine rechtsverbindliche Konkretisierung der allgemeinen Vorga-

953 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2122 f. stellen eine entsprechende Offenlegungspflicht in den Raum, die sie als milderes Mittel zu materiellen Beschränkungen solcher Geschäftsbeziehungen motivieren; ähnlich *Winkler*, Verantwortung institutioneller Anleger (2008), S. 342, der eine Verpflichtung zur Diskussion konkreter Interessenkonflikte in den Jahresberichten von Investmentvermögen erwägt.

954 Rechtspolitisch für eine Offenlegung der Abweichungen etwa *Birkmose*, ECFR 2014, 214, 250 f.

955 SEC, Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies (Final rule), Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922 (2003), 68 F.R. 6564, 6570.

ben ist aber *de lege lata* kaum damit zu rechnen, dass das Publikum aussagekräftige Offenlegungen zum Stewardship-Verhalten der Vermögensverwalter und sonstigen institutionellen Investoren zu Gesicht bekommen wird, und schon gar nicht in einer vereinheitlichten Form. Die standardisierten Angabepflichten zum Abstimmungsprozess und der eingesetzten Vollzeitäquivalente im RTS zu Art. 52 IFR stellen aber immerhin einen Schritt in die richtige Richtung dar.

IV. Rechtspolitische Implikationen

Im Lichte der zahlreichen, teils schwerwiegenden Kritikpunkte an der Ausgestaltung der Stewardship-Transparenz in Art. 3g ARRL und § 134b AktG dürfte die Empfehlung, diese Vorschriften bei der nächsten Gelegenheit – namentlich im Rahmen der nach Art. 3k ARRL anstehenden Überprüfung – grundlegend zu überarbeiten, kaum überraschen. Idealerweise sollte diese Revision auf der europäischen Ebene ansetzen und auf eine stärkere Einbindung des europäischen Aufsichtssystems für die betroffenen Finanzdienstleister abzielen. Dies würde nicht nur eine Konkretisierung und Standardisierung der Berichtspflichten auf der untergesetzlichen Ebene, sondern auch eine effektive Rechtsdurchsetzung in der Praxis ermöglichen. Ob diese Vorschriften unter Ergänzung der ESAs-Verordnungen in die ARRL, in die einzelnen fachaufsichtsrechtlichen Texte oder in eine Querschnitts-Verordnung nach Vorbild der SFDR⁹⁵⁶ geschrieben werden, scheint dabei zweitrangig. Der deutsche Gesetzgeber könnte neben einer Unterstützung der Revision der europäischen Vorgaben insbesondere erwägen, die Zuständigkeit für die Durchsetzung der §§ 134a ff. AktG unmissverständlich der BaFin anzuvertrauen.

956 Denkbar wäre es auch, die ESG-Berichterstattung durch Finanzintermediäre mit der Stewardship-Berichterstattung zu verbinden. Nicht nur lässt sich der Stewardship-Komplex im weiteren Sinn dem Bereich „Governance“ zuordnen, es bestehen auch jetzt schon Querverbindungen in beide Richtungen: Die Mitwirkungspolitik i.S.d. Art. 3g Abs. 1 lit. a ARRL erstreckt sich ausdrücklich auch auf die Überwachung der Portfoliogesellschaften in ökologischen und sozialen Belangen. Die Berichtspflicht unter Art. 3h ARRL hat ebenfalls eine gewisse Nachhaltigkeitsdimension (siehe auch ErwG 14, 19 ARRL II). Art. 4 Abs. 2 lit. c SFDR verlangt eine Zusammenfassung der ARRL-Mitwirkungspolitik im Rahmen der Nachhaltigkeitsberichterstattung auf Intermediärebene, nach den einschlägigen RTS-Vorschriften sollen auch die produktbezogenen Informationen nach Art. 8 ff. SFDR stewardship-bezogene Informationen enthalten, vgl. Art. 24 lit. k, 35, 37 lit. k, 48 Delegierte Verordnung (EU) 2022/1288.

Während unter einem revidierten europäischen Ansatz zahlreiche technische Details der Berichterstattung sachnah im Rahmen von Konsultationsprozessen für Level 2-Texte und der laufenden Aufsicht gelöst werden könnten, sollten die wichtigsten Fragen betreffend Anwendungsbereich und Gegenstand der Berichterstattung bereits im Gesetzgebungsverfahren entschieden werden. Klarzustellen wäre insoweit zunächst der geographische Anwendungsbereich in Bezug auf die Portfoliogesellschaften. Motiviert man die Vorschriften im Ausgangspunkt mit Agenturproblemen im Verhältnis zwischen Verwaltern und Endanlegern, wäre es konsequent, explizit auch Gesellschaften mit Sitz in Drittstaaten in den gegenständlichen Anwendungsbereich der Stewardship-Transparenz einzubeziehen. Auf Level 1 geklärt werden sollte ferner der Umgang mit Gruppenkonstellationen und Intermediären, die verschiedene Produkte auflegen. Denkbar wäre hier die Kombination einer EU-gruppenweiten Stewardship-Berichterstattung bzgl. zentral gesteuerter Prozesse mit produktbezogenen Formulare, in denen unter Darstellung etwaiger Besonderheiten (z.B. abweichende Abstimmungsrichtlinien und -praktiken für Fonds mit Nachhaltigkeitsthema) auf den gruppenweiten Bericht verwiesen werden könnte.

B. Allgemeine Interessenwahrungspflichten

Neben einer Offenlegung von Informationen zu den Stewardship-Aktivitäten kann der Gesetzgeber auch versuchen, direkt auf das zugrundeliegende Verhalten der Verwalter Einfluss zu nehmen. Dies geschieht bislang vor allem durch allgemein formulierte Regeln, die eine Durchführung der Verwaltung im Interesse der Endanleger verlangen. Einen Mehrwert können solche Pflichten allerdings nur schaffen, wenn sie durch weitere gesetzliche Anforderungen oder im Wege der Rechtsdurchsetzung näher konkretisiert werden (I). Der europäische Gesetzgeber sollte dieser Einsicht im Rahmen zukünftiger Stewardship-Initiativen stärker Rechnung tragen als bislang (II).

I. Konkretisierungsbedürftigkeit und Rechtsdurchsetzung

Auch bei einer noch so klugen Ausgestaltung von Stewardship-Transparenzregeln bleibt ungewiss, ob diese in ausreichendem Umfang Marktkräfte aktivieren werden, die die Stewardship-Anreize der Vermögensverwalter in die richtige Richtung lenken. Dies gilt einerseits mit Blick auf ver-

haltenswissenschaftlich motivierte Vorbehalte gegenüber der Befähigung und Bereitschaft weiter Teile des Publikums zur Verarbeitung der entsprechenden Informationen,⁹⁵⁷ andererseits aber auch mit Blick auf das Kollektivhandlungsproblem der Indexfonds-Investoren: Auch wenn die passiven Endanleger im Kollektiv von einem Mehr an Stewardship-Aktivitäten der Verwalter profitieren könnten, wird sich nicht notwendigerweise ein Gleichgewicht einstellen, in dem die Verwalter solche Aktivitäten in einem Umfang unternehmen, der den Interessen der Endanleger als Kollektiv entspricht.

Das derzeit praktisch wichtigste (und de facto einzige) Regelungsinstrument zur Bewältigung dieser Problematik sind die allgemeinen aufsichtsrechtlichen Interessenwahrungspflichten. Alle oben betrachteten (Teil-)Rechtsordnungen verpflichten Vermögensverwalter im Sinn einer Generalklausel, die Verwaltung im Interesse der Endanleger durchzuführen. Diese Verpflichtung erstreckt sich grundsätzlich auch auf die Stewardship-Aktivitäten der Verwalter. Der Inhalt derartiger allgemeiner Interessenwahrungspflichten ist allerdings notorisch unbestimmt und lässt sich nur schwer abstrakt bestimmen.⁹⁵⁸ Jenseits offensichtlicher Fälle (z.B. Unterschlagung) ist die unmittelbare Steuerungsfunktion solcher Vorschriften begrenzt.⁹⁵⁹ Soweit sie nicht durch Rechtsprechung oder aufsichtsbehördliche Praktiken konkretisiert werden, geben sie bestenfalls einen vagen Rahmen für das Handeln der Vermögensverwalter vor. Innerhalb dieses Rahmens bleibt aber prinzipiell reichlich Raum für die Entfaltung problematischer Anreize.⁹⁶⁰ Dasselbe gilt für die Spielräume, die sich aus allgemeinplatzartig formulierten oder auf Abwägung hinauslaufenden Konkretisierungen allgemeiner Pflichten ergeben. Die Wirksamkeit von Interessenwahrungspflichten steht und fällt daher am Ende mit der Effektivität der praktischen Durchsetzungsmechanismen.

Ähnlich wie bei der Transparenz⁹⁶¹ dürfte der privaten Rechtsdurchsetzung von Interessenwahrungspflichten im Stewardship-Kontext keine

957 Für einen Überblick der Behavioral Finance-Forschung zum oft begrenzt rationalen Verhalten von Privatanlegern siehe *Barber/Odean*, in: *Handbook of the Economics of Finance* (2013), S. 1547 ff.

958 Vgl. zur duty of care nach US-Recht *Laby*, in: *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds* (2018), S. 84 f.

959 *Laby*, in: *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds* (2018), S. 85 f. („A well-functioning regulatory scheme requires more clarity than a general directive to act in another’s best interest.“).

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

961 Dazu bereits oben § 4 B.II.5.

entscheidende Rolle zukommen. Nach deutschem Recht ist schon im Ausgangspunkt zweifelhaft, inwieweit Anleger aus der Verletzung stewardship-relevanter Interessenwahrungspflichten überhaupt privatrechtliche Ansprüche herleiten können. Dabei stellen sich die bekannten Fragen, ob aufsichtsrechtliche Vorschriften auch im Vertragsrecht Bedeutung entfalten, ob sie deliktsrechtlich immerhin als Schutzgesetze zu qualifizieren sind und ob inhaltlich vergleichbare Vorgaben autonom aus § 241 Abs. 2 BGB hergeleitet werden können.⁹⁶² Unabhängig hiervon dürften Anlegern sowohl im individuellen als auch im kollektiven Rechtsschutz regelmäßig die zur Substantiierung einer Klage notwendigen Informationen fehlen, falls nicht die einschlägigen Transparenzpflichten außerordentlich detailliert ausfallen. Auch soweit ein konkreter Verstoß festgestellt werden kann, dürften Schadensberechnung und Kausalitätsnachweis erhebliche Probleme bereiten.⁹⁶³ Etwaige Rechtsverstöße im Innenverhältnis zwischen Vermögensverwalter und Endanleger sind jedenfalls bei deutschen Aktiengesellschaften auch für die Wirksamkeit der Beschlussfassung in der Hauptversammlung ohne Bedeutung.⁹⁶⁴

Eine entscheidende Rolle kommt daher, ähnlich wie schon bei den Transparenzpflichten, der Durchsetzung mit hoheitlichen Instrumenten zu. Diese wiederum muss sich nicht zwangsläufig auf die ex-post-Sanktionierung von Verstößen mit Bußgeldern beschränken. Die Aufsicht kann vielmehr auch ex ante durch Leitlinien oder, soweit entsprechende Ermächtigungen vorhanden sind, im Ordnungswege die Maßstäbe für das Stewardship-Verhalten der Vermögensverwalter konkretisieren, die Einhaltung dieser Maßstäbe im Rahmen der laufenden Aufsicht kontrollieren und sie notfalls mit förmlichen Maßnahmen durchsetzen. Je mehr sich die gesetzlichen Vorgaben in allgemeinen Pflichten erschöpfen, desto mehr hängt die Effektivität dieser Pflichten als Mittel zur Förderung verwalterseitiger Stewardship-Aktivitäten von der Positionierung und Durchschlagskraft der zuständigen Behörden ab.

Die Beispiele aus dem US-amerikanischen, deutschen und europäischen Aufsichtsrecht illustrieren dabei eindrücklich, wie weit der faktische Handlungsspielraum der zuständigen Behörden zur Ausfüllung vager Interes-

962 Beispielhaft hier nur AWZ/Stabenow, § 26 KAGB Rn. 10 ff. (nur Abs. 1 privatrechtlich zu qualifizieren, im Übrigen Haftung allenfalls via § 241 Abs. 2 BGB); AWZ/Zetzsche/Nast, § 94 KAGB Rn. 14 (privatrechtliche Haftung sowohl nach § 280 Abs. 1 BGB als auch nach § 823 Abs. 2 BGB möglich).

963 Vgl. AWZ/Zetzsche/Nast, § 94 KAGB Rn. 14.

964 Vgl. AWZ/Zetzsche/Nast, § 94 KAGB Rn. 14.

senwahrungspflichten reicht: Die SEC zeigt in ihrer Verwaltungspraxis prinzipiell eine bejahende Haltung zum Thema Stewardship. Aus der duty of care leitet sie im Grundsatz eine Stimmpflicht her, die prozeduralen und materiellen Anforderungen an die Stimmrechtsausübung der Verwalter hat sie auf seitenweise eng bedruckten Leitlinien konkretisiert. Das Gegenteil einer bejahenden Haltung hingegen legte jüngst das DOL der Trump-Administration in der ERISA-Proxy Voting Rule an den Tag. Diese zielte im Kern darauf ab, Stewardship-Aktivitäten der ERISA-Verantwortlichen auf ein Minimum zu reduzieren. Die Praxis der ESAs und der BaFin wiederum lässt sich auf Basis der öffentlich verfügbaren Informationen vielleicht am ehesten als „vergleichsweise desinteressiert“ bezeichnen. Soweit behördliche Stellungnahmen zum Thema überhaupt vorhanden sind, zeichnen diese sich durch eine im Vergleich zu den Beispielen aus den USA geringe Eindringtiefe aus. Selbst grundlegende Fragen wie der Regelungsgehalt des § 94 Satz 3 KAGB scheinen nach über 60 Jahren Kapitalanlagerecht noch immer ungeklärt. Symptomatisch für den geringen Stellenwert von Stewardship-Fragen in der Fondsaufsicht scheint auch der schwer nachvollziehbare Passus in den technischen Empfehlungen zur OGAW-Level 2-Richtlinie, dass ein Absehen von der Ausübung der Stimmrechte gerade bei Indexfonds denkbar sei.⁹⁶⁵

II. Rechtspolitische Implikationen

Der europäische Gesetzgeber gab in den Erwägungsgründen der ARRL II das Ziel aus, die Mitwirkung der Vermögensverwalter und anderer institutioneller Anleger in der Corporate Governance zu stärken (ErwG 14, 15 ARRL II). Soweit es um die ebendiesen Akteuren auferlegten Pflichten geht, beschränkt sich die ARRL II allerdings auf reine Offenlegungsvorschriften, die überwiegend zudem nur auf Comply-or-Explain-Basis Anwendung finden. Ob sich das ausgegebene Ziel aber mit Transparenz allein realisieren lässt, scheint zweifelhaft. Entscheidungsträger sollten daher die Bedeutung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen, nach denen sich das berichtspflichtige Verhalten zu richten hat, nicht völlig außer Acht lassen. Die entsprechenden Rechtsmaterien scheinen jedoch gerade im Vergleich mit den USA etwas eingestaubt. Dem Anschein nach genießt das Thema Stewardship im europäischen Finanzaufsichtssystem in der Praxis bislang keine hohe Priorität.

⁹⁶⁵ Siehe oben Fn. 730 und zugehörigen Text.

Will der europäische Gesetzgeber die Bedeutung von Stewardship-Fragen in der laufenden Aufsicht über Vermögensverwalter und andere vom Finanzaufsichtsrecht erfasste institutionelle Investoren stärken, könnte er allgemeine, prinzipienartig formulierte Anforderungen an das Stewardship-Verhalten in Portfoliogesellschaften unmittelbar in die einschlägigen fachaufsichtsrechtlichen Level 1-Texte aufnehmen (OGAW-Richtlinie etc.),⁹⁶⁶ ggf. in Verbindung mit Level 2- oder Leitlinien-Mandaten zur näheren Konkretisierung für die Praxis. Auch soweit diese Grundsätze bereits *de lege lata* als Teil der allgemeinen Pflicht zur Wahrung der Interessen der Anleger anzusehen sind, könnte ihre ausdrückliche Erwähnung auf Level 1 die praktische Bedeutung von Stewardship-Fragen als Aufsichtsthema stärken.⁹⁶⁷ Fragen danach, ob sich aus in die Jahre gekommenen mitgliedstaatlichen Bestimmungen weitergehende Anforderungen an das Stewardship-Verhalten bestimmter Investoren in bestimmten Gesellschaften ergeben, würden sich dann erübrigen. Zur Beurteilung und Vorbereitung einer derartigen Maßnahme könnte etwa die Europäische Kommission die ESAs um die Anfertigung eines Berichts zum Stimmrechts- und engagement-Verhalten europäischer institutioneller Investoren und den entsprechenden Aufsichtspraktiken der mitgliedstaatlichen Behörden ersuchen.⁹⁶⁸

Vorgelagert oder parallel zu einem Tätigwerden des Unionsgesetzgebers könnten die ESAs erwägen, stewardship-relevante Fragen mit höherer Priorität als bislang ersichtlich zu thematisieren und in den Aufbau entsprechender Expertise zu investieren. Als konkrete Maßnahme könnte

966 Denkbar wäre selbstverständlich auch hier die Regelung in einer Querschnittsrichtlinie oder -verordnung, in die dann auch die (grundlegend überarbeiteten) Stewardship-Transparenzvorschriften der ARRL integriert werden könnten (oben § 5 A.IV).

967 Ähnlich *Winkler*, Verantwortung institutioneller Anleger (2008), S. 383 f., der sich für die Kodifizierung einer Stimmpflicht mit engen Ausnahmen ausspricht, auch wenn diese je nach Auslegung der bestehenden Vorgaben nur deklaratorische Bedeutung haben sollte.

968 Vergleichbar den Berichten zum Problem des „short termism“ an den Finanzmärkten auf Basis des Aktionsplans zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums, COM(2018) 97 final, S. 13 f.; siehe etwa ESMA, Undue short-term pressure on corporations (Report), ESMA30-22-762. Diese Berichte der ESAs sind nicht zu verwechseln mit der von der Europäischen Kommission beauftragten Untersuchung von EY, Study on directors' duties and sustainable corporate governance (2020), die in Fachkreisen heftig für ihre selektive Daten- und Literaturobachtung kritisiert wurde, vgl. *Roe/Spamann/Fried/Wang*, Yale J. Reg. Bulletin 38 (2021), 133, 153 („The Report fails on every important dimension.“).

etwa die ESMA, ggf. in Zusammenarbeit mit der EIOPA und der EBA, die praktische Anwendung der bestehenden fachaufsichtsrechtlichen Bestimmungen mit Bezug zu Stewardship-Fragen zum Gegenstand eines Peer Reviews nach Art. 30 ESAs-Verordnungen machen. Solange europäische Initiativen ausbleiben, könnte auf nationaler Ebene etwa die BaFin ihre auch in anderen Zusammenhängen rege eingesetzten informellen Instrumente (Merkblätter, BaFin-Journal, öffentliche Reden etc.)⁹⁶⁹ nutzen, um konkretere Erwartungen an das Stewardship-Verhalten der Intermediäre unter ihrer Aufsicht zu kommunizieren.

C. Weitergehende Maßnahmen

Jenseits einer Nachschärfung bestehender Instrumente wurden in den vergangenen Jahren vor allem im US-amerikanischen Schrifttum verschiedene weitergehende Maßnahmen diskutiert, mit denen Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden auf das Stewardship-Verhalten passiver und anderer Verwalter Einfluss nehmen könnten. Dabei wird auch darauf hingewiesen, dass schon die Thematisierung solcher Maßnahmen durch Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden maßgeblich dazu beitragen könnte, dass die Verwalter ihre Stewardship-Aktivitäten von sich aus verbessern – und sei es nur, um entsprechende Maßnahmen abzuwenden.⁹⁷⁰ Vorgeschlagen wurden namentlich Beschränkungen der Stimmrechtsausübung durch passive Verwalter (I), Interventionen, die an den Quellen der problematischen Stewardship-Anreize ansetzen (II) sowie Beteiligungsobergrenzen und Diversifikationsgrenzen für große Verwalter (III). Aus europäischer Sicht sind derartige Reformüberlegungen gegenwärtig allerdings schon angesichts der unterschiedlichen rechtstatsächlichen Ausgangslage wenig praxisrelevant (IV).

I. Stimmrechtsbeschränkungen

Als radikale Maßnahme zur Reaktion auf die problematische Anreizlage passiver Vermögensverwalter wird in den USA von manchen etwa erwogen, diese Verwalter von vornherein von der Mitwirkung in der Corporate

969 Zum Potenzial solcher Instrumente zuletzt *Klöhn*, WM 2021, 1457, 1460 (mit Blick auf die Bankenaufsicht).

970 Vgl. *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2122.

Governance ihrer Portfoliogesellschaften oder zumindest vom Stimmrecht auszuschließen.⁹⁷¹ Alternativ wird auch vorgeschlagen, Stimmrechte passiver Vermögensverwalter an die Anleger durchzureichen („pass-through voting“).⁹⁷² Solche Maßnahmen riskieren allerdings, das Kind mit dem Bade auszukippen.⁹⁷³ Auch wenn zweifelhaft scheint, ob die Stewardship-Anreize der passiven Vermögensverwalter optimal sind, bedeutet dies nicht, dass eine Welt, in der Indexfonds überhaupt keine Rolle mehr in der Corporate Governance spielen, per se vorzugswürdig wäre.⁹⁷⁴ Die Stewardship-Anreize aktiver Vermögensverwalter mögen zwar im Ergebnis vielversprechender sein als diejenigen der passiven Verwalter, zumindest dem Grunde nach bestehen hier aber auch dieselben Agenturkonflikte. Vor allem aber mit Blick auf private Kleinanleger ist schwer ersichtlich, wieso diese die besseren Anreize haben sollten, einen nennenswerten Beitrag zur Überwachung der Unternehmensführungen zu leisten.⁹⁷⁵ Maßnahmen, die darauf abzielen, den Stimmrechtseinfluss passiver Verwalter auszuschalten, opfern bei alledem auch die möglichen Vorzüge dieses Einflusses, namentlich mit Blick auf die teils relativ hohen Beteiligungsquoten, den oft langfristigen Anlagehorizont passiver Anleger und etwaige volkswirtschaftlich wünschenswerte Dimensionen der Portfolioperspektive.⁹⁷⁶

Für Aufsehen sorgte Anfang Oktober 2021 die BlackRock-Gruppe, als sie ankündigte, bestimmten institutionellen Kunden ab 2022 erweiterten Einfluss auf die Stimmrechtsausübung einzuräumen.⁹⁷⁷ Diese Kunden sollen bis zu vier Möglichkeiten haben: Sie können a) die Stimmrechtsausübung weiterhin vollumfänglich an BlackRock delegieren, b) für die Ausübung der Stimmrechte nach den Stimmrechtsleitlinien eines Dritten optieren („menu voting“), c) sämtliche Stimmrechte selbst ausüben oder d) zumindest die Stimmrechte bei einzelnen Unternehmen oder bei einzelnen Abstimmungsgegenständen selbst ausüben. Nach Angaben von

971 *Lund*, J. Corp. L. 43 (2018), 493, 528 ff.

972 *Lund*, J. Corp. L. 43 (2018), 493, 530 f.; *Griffin*, Md. L. Rev. 79 (2020), 954, 994 ff.

973 Mit klarem Widerspruch gegen solche Vorschläge auch *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2117 ff.; *Winterhalder*, Indexfonds in der Corporate Governance (2022), S. 221 f.

974 Siehe auch oben § 3 B.I.4.

975 Vgl. *Taub*, J. Corp. L. 34 (2008), 843, 889 (erhebliche Zweifel, dass Fondsanleger Gelegenheit zum pass-through voting in nennenswertem Umfang nutzen würden).

976 Vgl. oben § 3 B.III.1.

977 BlackRock, Working to expand proxy voting choice for our clients (Okt. 2021), <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/investment-stewards-hip/proxy-voting-choice>.

BlackRock werden zunächst rund 40 % aller indexbasiert verwalteten Eigenkapitalinstrumente von diesem Optionsmodell erfasst sein. BlackRock stellte ferner in Aussicht, auch die Möglichkeiten für eine Ausdehnung derartiger Optionsmodelle auf ETFs und andere Indexfonds auszuloten. Erneut scheint allerdings fraglich, wo die Anreize der Kunden herrühren sollen, von den ihnen angebotenen Optionen in informierter Weise Gebrauch zu machen. Die Option c) etwa stand auch schon bislang zahlreichen institutionellen Kunden zur Verfügung und nur eine Minderheit dieser Kunden (etwa 25 % der einschlägigen AuM) machte davon auch tatsächlich Gebrauch.⁹⁷⁸ Der Vorstoß der BlackRock-Gruppe wurde daher teils skeptisch beäugt: Ziel der Maßnahme sei es möglicherweise vor allem, Initiativen für einschneidende rechtsförmige Interventionen seitens Gesetzgebern oder Aufsehern vorzubeugen, die in Sorgen über die zunehmende Konzentration der Stimmrechtsmacht in den Händen der passiven Vermögensverwalter gründen.⁹⁷⁹

II. Einflussnahme auf die Stewardship-Anreize

Wer die Überwachung der Unternehmensführungen durch institutionelle Investoren jenseits von Transparenz und Interessenwahrungspflichten stärken will, kann ferner danach fragen, wie die problematischen Stewardship-Anreize rechtstatsächlich bedeutsamer Beteiligungsinhaber gestärkt werden könnten.

Maßnahmen könnten hier zunächst auf diejenigen Probleme abzielen, die sich unmittelbar daraus ergeben, dass passive Verwalter etwaige Stewardship-Erträge nur zu einem verschwindend geringen Teil internalisie-

978 Vgl. *Friess*, BlackRock's Futile Gesture, OBLB v. 3.11.2021, <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2021/11/blackrocks-futile-gesture>, mit Hinweis auf BlackRock, *The Investment Stewardship Ecosystem* (2018), S. 13. BlackRock gibt hier zu bedenken, dass die einschlägigen Aktien gleichwohl meldepflichtig sein können, namentlich im Rahmen der 13F-Transparenz. Soweit es um deutsche Emittenten geht, dürften die Aktien aber nur in die Meldeschwellen nach §§ 33 ff. WpHG hineinzählen, soweit BlackRock-Gesellschaften die Wertpapiere treuhänderisch für die Kunden halten. Bei der Finanzportfolioverwaltung im Vollmachtmodell setzt die Zurechnung nach § 34 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG voraus, dass der Verwalter die Stimmrechte nach eigenem Ermessen ausüben kann. Siehe auch oben § 2 A.II und § 2 C.II.4.

979 Vgl. *Posner*, BlackRock to Permit Some Clients to Vote, HLS CorpGov Forum v. 25.10.2021, <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/10/25/blackrock-to-permit-some-clients-to-vote/>.

ren. Denkbar wäre etwa ein Erfordernis, dass passive Verwalter jedes Jahr nachweisen müssen, dass sie einen geringfügigen Mindestanteil ihrer indexbasierten AuM für Stewardship-Aktivitäten aufgewandt haben.⁹⁸⁰ Die Sorge bliebe allerdings, dass die verantwortlichen Akteure unter einer derartigen Vorgabe Stewardship als aufgezwungene Compliance-Aufgabe empfinden und behandeln würden, die die sorg- und gedankenlose Generierung von Stewardship-Kosten um ihrer selbst willen erfordert.⁹⁸¹ Vielsprechender wäre es möglicherweise, passive Verwalter zu verpflichten, eine bestimmte Mindestquote der AuM oder des Gebühreneinkommens proprietär – also auf Rechnung des Verwalters – in die indexbasierten Portfolios oder die entsprechenden Fondsanteile zu investieren.⁹⁸² Nach ähnlichem Prinzip wird in der Bankenaufsicht etwa versucht, Agenturprobleme bei der Verbriefung von Kreditportfolios zu bewältigen: Um die Anreize für ein Mindestmaß an Sorgfalt bei der Kreditwürdigkeitsprüfung zu schaffen,⁹⁸³ sind Originatoren verpflichtet, einen bestimmten Anteil der Verbriefung in den eigenen Büchern zu behalten.⁹⁸⁴ Anders als eine Mindestausgabenquote für Stewardship-Aktivitäten würde eine derartige Strategie nicht die Symptome, sondern die Ursache des Problems bekämpfen, indem sie schlicht die Internalisierungsquote für Stewardship-Erträge

980 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2121 f. („0,0005 % or 0,001 %“).

981 Mit ähnlichen Bedenken *Winterhalder*, Indexfonds in der Corporate Governance (2022), S. 179.

982 Empirisch untersucht wurden die Auswirkungen von „skin in the game“ im Bereich der Vermögensverwaltung vor allem mit Blick auf *persönliche* Investments der Mitglieder von Management-Teams aktiver Fonds. Studien haben hier prinzipiell wünschenswerte Effekte dokumentiert, vgl. *Khorana/Servaes/Wedge*, J. Fin. Econ. 85 (2007), 179, *Evans*, Fin. Mgmt. 37 (2008), 513 (bessere Performance); *Fu/Wedge*, J. Bank. & Fin. 35 (2011), 2407 (geringere Dispositionseffekte); *Ma/Tang*, Management Science 65 (2019), 5518 (geringere Risikoübernahme). All diese Studien greifen auf Daten über persönliche Beteiligungen der Fondsmanager unter einer Transparenzpflicht zurück, die die SEC im Jahr 2004 eingeführt hat, vgl. SEC, Disclosure Regarding Portfolio Managers of Registered Management Investment Companies (Final rule), Release Nos. 33-8458, 34-50227, IC-26533 (2004), 69 F.R. 52788, 52792 f. Die hier erwogene Maßnahme würde hingegen auf der Ebene der Verwaltungsgesellschaft ansetzen und auf eine Verbesserung der Stewardship-Anreize bei indexbasierten Portfolios abzielen.

983 Vgl. EBA, Specifying the requirements for originators, sponsors and original lenders relating to risk retention pursuant to Article 6(7) of Regulation (EU) 2017/2402 (Final Draft RTS), EBA/RTS/2018/01, Tz. 1 f.

984 Risikoselbstbehalt nach Art. 6 Verordnung (EU) 2017/2404 (Verbriefungsverordnung), früher Art. 405 CRR a.F.; für einen Überblick etwa *Hellgardt*, EuZW 2018, 709, 713.

erhöht. Statt problematische Anreize zu überformen, würde sie von vornherein versuchen, die „richtigen“ Anreize zu schaffen.⁹⁸⁵

Ergänzend oder alternativ könnten Maßnahmen auch auf die Beseitigung von Störfaktoren abzielen, die den Stewardship-Anreizen selbst im Rahmen der geringen Internalisierungsquote der Vermögensverwalter zuwiderlaufen könnten. Denkbar wäre es etwa, nicht nur die Transparenz von Geschäftsbeziehungen zu Portfoliogesellschaften zu stärken,⁹⁸⁶ sondern solche Geschäftsbeziehungen nach dem Prinzip „Interessenkonflikte vermeiden“ von vornherein zu untersagen.⁹⁸⁷ Befürworter solcher Maßnahmen weisen darauf hin, dass der volkswirtschaftliche Nutzen von Geschäftsbeziehungen zwischen Vermögensverwaltern und ihren Portfoliogesellschaften nicht offensichtlich ist, die damit verbundenen Gefahren hingegen wohlbekannt sind.⁹⁸⁸ Aber selbst mit einem Verbot direkter Geschäftsbeziehungen würden sich den Unternehmensführungen wohlgesonnene Stewardship-Praktiken der Vermögensverwalter möglicherweise nicht völlig vermeiden lassen, solange indirektere Abhängigkeiten fortbestehen.⁹⁸⁹

III. Beteiligungsobergrenzen

Für die USA haben *Lucian Bebchuk* und *Scott Hirst*, die insgesamt ein pessimistisches Bild von den Stewardship-Anreizen der Indexfonds gezeichnet haben, angeregt, die zulässige Beteiligungshöhe passiver Verwaltergruppen

985 Prägnant *Coffee*, Colum. L. Rev. 91 (1991), 1277, 1353 („Put simply, for monitoring to work, some agent in the process must see monitoring as in its self-interest.“); aufgrund der Trittbrettfahrerprobleme wenig vielversprechend wären allerdings erfolgsabhängige Gebühren als Anreizinstrument (a.a.O. 1365).

986 Dazu oben § 5 A.III.

987 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2122; skeptisch zur verfassungsrechtlichen Machbarkeit solcher Vorhaben *Winkler*, Verantwortung institutioneller Anleger (2008), S. 342 (mit Blick auf ein etwaiges Verbot der konzernmäßigen Verbindung von Banken und Vermögensverwaltern).

988 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2122.

989 Dies gilt namentlich mit Blick auf etwaige „politische“ Risiken; siehe ferner *Taub*, J. Corp. L. 34 (2008), 843, 887 f. (mit Hinweis, dass Unternehmen bei der Bereitstellung von US-Pensionsplänen Einfluss darauf haben, welche Auswahlmöglichkeiten den Arbeitnehmern innerhalb des Plans angeboten werden: Verwalter von Fondsprodukten könnten auch bei Verwaltung des Plans durch Dritte darum besorgt sein, mit ihren Produkten nicht von diesen Plänen abgeschnitten zu werden).

an einem einzelnen Emittenten auf eine bestimmte Quote wie etwa 5 % zu begrenzen.⁹⁹⁰ Hinter dem Vorschlag steht die Erwägung, dass in einer Zukunft, in der passive Anlagestrategien weiterhin an Bedeutung gewinnen, Szenarien, in denen die Indexfonds-Beteiligungen von einer hohen einstelligen oder niedrigen zweistelligen Zahl mehr oder weniger großer Verwaltergruppen kontrolliert werden („Big-ish Nine“), vorzugswürdig gegenüber Szenarien sein könnten, in denen zwei oder drei Gruppen extrem große Beteiligungen verwalten („Giant Three“).⁹⁹¹ Eine Obergrenze für die Beteiligungshöhen passiver Verwalter könnte insbesondere einen Beitrag zur Milderung der problematischen Anreize leisten, die sich aus Kalkülen zu „politischen Risiken“ ergeben.⁹⁹² Für den US-Markt könnte eine Begrenzung der zulässigen Beteiligungshöhen auf 5 % oder weniger auch die wichtige 13D/13G-Problematik entschärfen.⁹⁹³ Jenseits von Stewardship-Anreizen könnte sie auch Sorgen über die Akkumulation enormer wirtschaftlicher Macht in den Händen sehr weniger Akteure lindern⁹⁹⁴ und etwaige systemische Risiken – insbesondere mit Blick auf operationelle Risiken – reduzieren, die sich bei einer zu starken Konzentration in der Vermögensverwaltungsindustrie ergeben könnten. Umgekehrt dürfte auch bei Grenzwerten im Bereich von 5 % noch ausreichend Raum für die Entstehung und Entfaltung nicht ganz unerheblicher Stewardship-Anreize bleiben, auch die Einbußen an Skaleneffekten – mit der Folge höherer Verwaltungskosten – dürften bei fortbestehenden AuM im Billionenbereich überschaubar ausfallen.⁹⁹⁵

Strukturelle Anlagebeschränkungen werden teilweise auch zur Bewältigung der wettbewerblichen Probleme von Common Ownership diskutiert. Ein vielbeachteter Vorschlag aus den USA geht dahin, größeren institutionellen Investoren (auf konsolidierter Basis) grundsätzlich zu untersagen, in konzentrierten Industrien Beteiligungen an mehreren Firmen zu halten, es sei denn, der Wert der Beteiligungen macht weniger als

990 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2128 ff.

991 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2129.

992 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2130.

993 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2130, die weiterhin eine Revision der dieser Problematik zugrundeliegenden Vorschriften vorschlagen (a.a.O. 2127).

994 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2128, 2130, unter Bezugnahme auf die Bedenken bei *Coates*, Harvard Public Law Working Paper No 19–07 (2019), 2 („legitimacy and accountability issue of the first order – one might even call it a small ‘c’ constitutional challenge“).

995 *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2129 f.

1 % der jeweiligen Industrie aus oder es handelt sich um Investoren mit ausschließlich indexbasierter Anlagestrategie, die sich verpflichten, ihre Stimmrechte entsprechend dem Proporz der Entscheidungen der übrigen Aktionäre auszuüben und nicht in Kontakt mit den Unternehmensführungen zu treten.⁹⁹⁶ Unabhängig davon, ob man die gegenwärtigen empirischen Forschungsergebnisse für ausreichend erachtet, um etwaige wettbewerbliche Probleme von Common Ownership mit gezielten Maßnahmen zu bekämpfen, scheint allerdings klärungsbedürftig, ob derart radikale Vorschläge nicht über ihr Ziel hinausschießen würden.⁹⁹⁷ Ihre Umsetzung dürfte zu einer weitreichenden Umgestaltung grundlegender Strukturen der Finanzmärkte führen,⁹⁹⁸ deren mittel- bis langfristige Auswirkungen sich ex ante kaum vernünftig prognostizieren lassen dürften. Dass unbeabsichtigte und schwer bezifferbare Konsequenzen nicht fernliegen, stellt zwar kein Argument gegen solche Maßnahmen per se dar. Ihr negativer Optionswert sollte aber im Kosten/Nutzen-Kalkül berücksichtigt werden: Die Nachteile, die ohne jegliche Intervention oder eine solche mit mildereren Mitteln zu erwarten wären, müssten sehr erheblich sein, um für sich genommen eine grundlegende Neuordnung des Systems intermediatisierter Kapitalanlage zu rechtfertigen.⁹⁹⁹ Aus Corporate Governance-Sicht wären insbesondere solche Szenarien bedenklich, in denen moderate institutionelle Beteiligungen durch eine Fülle von Klein- und Kleinstbeteiligungen ersetzt werden. Unter dem Blickwinkel des Modells von *Antón et al.* könnten sich Interventionen, die auf eine allzu kleinteilige Aufspaltung großer institutioneller Investoren hinauslaufen, sogar als kontraproduktiv erweisen, indem sie den klassischen Prinzipal-Agent-Konflikt der Corporate Governance bei allen Wettbewerbern befördern *und dadurch* ihrerseits mittelbar zu inferioreren Produktmarktergebnissen beitragen könnten.¹⁰⁰⁰

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

997 Skeptisch zur Verhältnismäßigkeit des Vorschlags von *Posner/Scott Morton/Weyl* etwa *Tzouganatos*, in: FS Hopt (2020), S. 1317 f.

998 *Posner/Scott Morton/Weyl*, Antitrust L.J. 2016, 669, 715 erwähnen dies eher beiläufig („However, it is worth noting that our proposal would fundamentally change the pattern of holdings of the largest investors in the economy and thus the basic structure of the financial sector.“).

999 Ähnlich *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht (2020), S. 205 (eingriffsintensive Strukturmaßnahmen nur nach Maßgabe ökonomischer Kosten-Nutzen-Analyse).

1000 Vgl. *Schmalz*, Antitrust Bulletin 66 (2021), 12, 20 und oben § 3 D.III.3; *Posner*, Antitrust Bulletin 66 (2021), 140, 147 erkennt an, dass Marktstrukturinterventionen unter dem Blickwinkel des Modells von *Antón et al.* in erster Linie darauf abzielen müssen, dass Firmen neben etwaigen gemeinsamen Eigentü-

Aber auch unter dem Blickwinkel des Kappa-Modells scheint zweifelhaft, ob die vorgeschlagenen Strukturbeschränkungen der Weisheit letzter Schluss wären: Soweit das Problem tatsächlich in unilateralen Änderungen der Zielfunktionen der Firmen unter Common Ownership liegt, erledigt sich dieses Problem nicht zwangsläufig durch die Reduktion sämtlicher diversifizierter Beteiligungen auf unter 1%.¹⁰⁰¹ Schon im Modell führt die bloße Aufspaltung einer größeren Horizontalbeteiligung in mehrere kleine Horizontalbeteiligungen abhängig von den Einzelheiten der jeweiligen Beteiligungsstrukturen nicht notwendigerweise zu einer erheblichen Reduktion der Gewinngewichte. Besonders offenkundig ist dies im Fall, dass es ausschließlich symmetrische Horizontalbeteiligungen gibt: Angenommen, die Anteile an den Firmen f und g werden zu jeweils 50% von dem gemeinsamen Eigentümer C und im Übrigen von atomistischen Kleinanlegern gehalten. Die Kappas betragen hier eins und bleiben unverändert, wenn der C seinen Anteil an 50 kleine gemeinsame Eigentümer c_1, \dots, c_{50} veräußert, die fortan jeweils 1% halten. Hier ändern sich weder die Cosinus-Ähnlichkeit der Beteiligungsvektoren noch die *relativen* Investorkonzentrationen.

In realitätsnäheren Strukturen kann eine Aufspaltung der großen passiven Verwalter im Mittel zwar durchaus die Kappas senken. Zerbricht man beispielsweise im Beteiligungsdatensatz für den S&P 500 Stand Ende 2020 unter Orientierung an den mittleren Beteiligungsquoten¹⁰⁰² die Vanguard-Gruppe in zehn, die BlackRock-Gruppe in acht und SSGA in fünf Verwalter, reduziert sich das mittlere Gewinngewicht von 0,67 auf 0,43. Im DAX beträgt das mittlere Kappa bei Aufspaltung nach entsprechendem Schlüssel (BlackRock in sechs, Vanguard in drei Verwalter) 0,27 statt 0,37. Diese Zahlen illustrieren allerdings erneut eindrucklich,¹⁰⁰³ dass die Beteiligungshöhen der großen passiven Verwalter nur ein Teil des Problems sind.

Unabhängig von dem quantitativ moderaten Effekt der hypothetischen Aufspaltung wäre weiter zu fragen, ob hinter den mechanisch berechneten Änderungen der Kappas im Fall einer solchen Maßnahme auch plausible Verschiebungen der durch die Gewinngewichte modellierten Anreize zur

mern auch größere nicht-diversifizierte Eigentümer haben, und gibt zu, dass die unter dem Vorschlag fortbestehende *Option*, jeweils eine Beteiligung beliebiger Höhe in unterschiedlichen Industrien zu halten, nicht zwangsläufig zur tatsächlichen Herausbildung solcher Strukturen führen wird.

1001 So auch *McClane/Sinkinson*, SSRN 3902736 (2021), 45 f.

1002 Vgl. oben § 2 D mit Tabelle 4.

1003 Siehe auch oben § 2 C.III.2 mit Abbildung 22.

Internalisierung der Gewinne anderer Firmen stünden.¹⁰⁰⁴ Gibt es – anders als im stilisierten Beispiel oben – weitere Eigentümer, schlagen sich unter den Prämissen des Kappa-Modells große diversifizierte Beteiligungen in der Zielfunktion stärker nieder als die Summe ihrer Teile. Angenommen, Eigentümer A hält 10 % an Firma f , Eigentümer B hält 10 % an Firma g und Eigentümer C hält jeweils 10 % an beiden Firmen. Die relativen IHHIs betragen hier eins, die Cosinus-Ähnlichkeit der Beteiligungsvektoren und damit auch die Kappas 0,5. Zerbricht man C in die Eigentümer C_1 und C_2 mit jeweils 5 %-iger Beteiligung an beiden Firmen, fallen Cosinus-Ähnlichkeit und Kappas auf 0,33. Die Firmen berücksichtigen die Portfoliointeressen ihrer Eigentümer zwar weiterhin proportional zu ihren Beteiligungsquoten. Diese Beteiligungsquoten werden bei der Aggregation der Portfoliointeressen aber mit sich selbst multipliziert. Die Änderung der Kappas rührt also daher, dass die Horizontalbeteiligungen des C_1 und des C_2 nach Aufspaltung in der Zielfunktion per Annahme separat behandelt werden und dadurch verwässern. Andere Annahmen führen hier wiederum zu anderen Ergebnissen. Geht man davon aus, dass die Unternehmensführung die gleichgerichteten Interessen der diversifizierten Eigentümer vorab aggregiert, also die symmetrischen Beteiligungen des C_1 und des C_2 wie eine einzelne Beteiligung berücksichtigt, hätte die bloße Aufspaltung der Beteiligungen keinen Einfluss auf die Kappas.

Diese Überlegungen unterstreichen erneut, dass das in der industrieökonomischen Forschung gängige Kappa-Modell auf einem wackligen Fundament steht. Gewinngewichte sind zwar ein hilfreiches Instrument zur Beschreibung von Beteiligungsstrukturen. Das ihnen zugrundeliegende Modell hat aber nur wenig über die konkreten Mechanismen zu sagen, über welche die durch die Gewichte beschriebenen Internalisierungsanreize zustande kommen und in konkrete Marktergebnisse übersetzt werden. Entsprechend lässt sich auf Basis des Modells allein auch nur schwer erklären, weshalb bestimmte Eingriffe in die Marktstrukturen die gewünschte Wirkung zeitigen sollten. Mit konkreteren Vorstellungen von den Mechanismen, über die ein etwaiger Zusammenhang zwischen Beteiligungsstrukturen und Marktergebnissen vermittelt wird, lassen sich passgenauere

1004 Entsprechendes gilt für Auswirkungen auf Konzentrationsindizes, die sich aus Wettbewerbsmodellen mit Kappa-Zielfunktion ableiten. Dies betrifft namentlich den in der Common Ownership-Forschung häufig anzutreffenden Modifizierten Herfindahl Hirshman Index (MHHI); zu dessen Herleitung *O'Brien/Salop*, *Antitrust L. J.* 2000, 559, Appendix C.

Maßnahmen ergreifen.¹⁰⁰⁵ Die „Frage nach den Mechanismen“ ist und bleibt daher eine entscheidende Stellschraube in der Diskussion über den wettbewerbspolitischen Umgang mit Common Ownership-Strukturen.

IV. Rechtspolitische Implikationen

Auf Basis des gegenwärtigen Kenntnisstandes dürfte derzeit (noch) kein dringender Anlass für den deutschen oder europäischen Gesetzgeber bestehen, radikale Maßnahmen der skizzierten Art zu erwägen oder zu ergreifen.

Der Grund hierfür liegt vor allem in den gravierenden Unterschieden in der rechtstatsächlichen Ausgangslage, die die Auswertungen in § 2 D eindrücklich vor Augen geführt haben. Dabei geht es nicht nur um die größere Verbreitung von Ankeraktionären im deutschen und europäischen Raum. Indexfonds-Beteiligungen, Vermögensverwalter-Beteiligungen und Common Ownership fallen selbst bei nicht kontrollierten Gesellschaften deutlich geringer aus, zudem bestehen deutlich größere Unterschiede in den Beteiligungsstrukturen zwischen größeren und kleineren Gesellschaften. Kennzeichnen passiv verwaltete Beteiligungen und indirekte Horizontalverflechtungen hierzulande insbesondere die Beteiligungsstrukturen im Large-Cap-Segment, durchziehen sie in den USA praktisch den gesamten Markt.

Ferner gilt es im Rahmen der Diskussion über Maßnahmen der skizzierten Art zu berücksichtigen, dass institutionelle Beteiligungen an US-Gesellschaften überwiegend „heimische“ Beteiligungen sind: Aus Sicht US-amerikanischer Entscheidungsträger stellt es kein Problem erster Ordnung dar, dass Maßnahmen, die nur inländische Vermögensverwalter adressieren, schon deshalb verpuffen könnten, weil ein Großteil der interessierenden Beteiligungen von ausländischen Investoren gehalten wird. Diese Beobachtung schließt ein unilaterales Tätigwerden des europäischen Gesetzgebers nicht von vornherein aus, verkompliziert das rechtspolitische Kalkül aber erheblich. Bei der Ausgestaltung europäischer Maßnahmen, die – anders

1005 Vgl. *Hemphill/Kahan*, Yale L. J. 129 (2020), 1392, 1398 f.; dagegen *Elhauge*, Ohio St. L. J. 82 (2021), 1, 25 ff., 75, der grundlegende Einflussnahmen auf die Marktstruktur für sinnvoller hält als eine Bekämpfung einzelner Mechanismen. Selbst wenn man *Elhauges* Prämissen – namentlich mit Blick auf die Bewertung der gegenwärtigen Studienlage – folgt, bleiben Überlegungen zu den Mechanismen aber für die Frage relevant, welche Marktstrukturen etwaige Interventionen anstreben sollten und warum.

als Transparenz- und Interessenwahrungspflichten – kein Pendant im Ausland haben, sollten der internationale Anwendungsbereich und der Umgang mit global tätigen Gruppen nicht nur beiläufige Beachtung finden.

Wollen rechtspolitische Entscheidungsträger hierzulande etwas unternehmen, um die Stewardship-Aktivitäten passiver Vermögensverwalter zu verbessern, sollte ihr Fokus zunächst und zuvörderst auf inkrementellen Verbesserungen der ohnehin schon bestehenden rechtlichen Rahmenbedingungen für alle Vermögensverwalter, also der Transparenzvorschriften und der allgemeinen Interessenwahrungspflichten, liegen. Zu warnen ist insbesondere davor, etwaige schärfere Maßnahmen in der Zukunft schlicht damit zu begründen, dass die bisherigen Instrumente, insbesondere die mit der ARRL II eingefügten Stewardship-Transparenzvorschriften, nicht ausreichend waren, um den gewünschten Effekt einer stärkeren Einbindung der Vermögensverwalter in die Überwachung der Unternehmensführungen zu erzielen. Die Wirksamkeit solcher Interventionen hängt nicht nur vom guten Willen des Gesetzgebers ab, sondern auch von der klugen rechtstechnischen Ausgestaltung der einschlägigen Normen und ihrer Effektivierung durch die behördliche Aufsicht in der Praxis. Insoweit besteht wie dargelegt teils noch ganz erhebliches Verbesserungspotenzial.

D. Zusammenfassung zu § 5

Das Kapitel hat die gegenwärtigen rechtlichen Rahmenbedingungen zur Stärkung der Mitwirkungsanreize von Vermögensverwaltern einer kritischen Würdigung im Lichte ihrer ökonomischen Funktionen unterzogen und Empfehlungen für Nachbesserungen *de lege ferenda* unterbreitet. Zudem wurden kursorisch einige weitergehende Interventionen aus dem US-Diskurs betrachtet.

Der europäische Gesetzgeber hat im Rahmen der ARRL II vor allem auf das Instrument der Stewardship-Transparenz gesetzt. Ungeachtet ihrer konkreten Ausgestaltung wird die Leistungsfähigkeit von Offenlegungspflichten im Stewardship-Kontext von vornherein dadurch begrenzt, dass nicht ganz offensichtlich ist, worin im Einzelnen die Marktmechanismen bestehen sollen, deren Aktivierung angestrebt wird. Dies gilt insbesondere für den Bereich der passiven Vermögensverwaltung: Das Kollektivhandlungsproblem der Endanleger wird durch Transparenz allein nicht gelöst. Soweit Marktmechanismen in Frage kommen, lassen sich Transparenzvorschriften aus rechtsökonomischer Sicht nicht mit einem pauschalen Verweis auf Informationsasymmetrien rechtfertigen. Motiviert werden kön-

nen solche Vorschriften hauptsächlich mit Blick auf die Standardisierungs- und Durchsetzungsfunktion hoheitlicher Regelung des Informationsgeschehens, sowie ergänzend mit Blick auf ihre Erinnerungs- und Aktivierungsfunktion in Bezug auf besondere Stewardship-Präferenzen. Nicht zu vernachlässigen sind auch die positiven Informationsexternalitäten zugunsten von Stakeholdern, deren Verhalten sich nicht direkt auf das eigentliche Marktgeschehen auswirkt. Zu den Nutznießern der offengelegten Informationen gehört auch die akademische empirische Forschung, die ihrerseits wiederum gesellschaftliche Debatten und rechtspolitische Empfehlungen informiert. Zahlreiche Studien, auf die die vorliegende Untersuchung Bezug nimmt, wären ohne die weitreichende Abstimmungstransparenz in den USA nicht möglich gewesen. Noch augenfälliger sind die nützlichen Informationsexternalitäten bei der Beteiligungstransparenz.

Transparenzvorschriften wie die §§ 134a ff. AktG, die sich auf allzu abstrakte Vorgaben beschränken, nicht ansatzweise die Möglichkeiten des digitalen Zeitalters ausschöpfen und keinen nennenswerten Aufsichts- und Durchsetzungsmechanismen unterliegen, können keine dieser nützlichen Funktionen erfüllen, weder mit Blick auf institutionelle Investoren im Allgemeinen noch mit Blick auf passive Vermögensverwalter im Besonderen. Dies gilt unabhängig davon, ob sie aufsichts- oder gesellschaftsrechtlich ausgestaltet werden, und unabhängig von ihrem internationalen Anwendungsbereich. Der rechtspolitische Wille des europäischen Gesetzgebers ging unter dem Blickwinkel der vorliegenden Untersuchung im Rahmen der ARRL II zwar im Ausgangspunkt in eine begrüßenswerte Richtung. Die konkrete Umsetzung leidet jedoch an gravierenden Mängeln. Besonders offenkundig werden diese Probleme beim Vergleich der ARRL II/ARUG II-Vorgaben zur Abstimmungstransparenz mit der N-PX-Transparenz aus den USA. Das schon fast paradoxe Ergebnis ist, dass das Abstimmungsverhalten US-amerikanischer Fonds in deutschen Gesellschaften stringenteren Transparenzvorschriften unterliegt als dasjenige deutscher und europäischer Fonds.

Der europäische Gesetzgeber sollte hier im Rahmen der anstehenden Überprüfung der ARRL II-Vorschriften nachsteuern. Zu empfehlen ist insbesondere eine Integration der Stewardship-Transparenz in das System der europäischen Finanzaufsicht. Technische Details wie die Entwicklung standardisierter – idealerweise maschinenlesbarer – Formulare können dann, wie auch in Art. 52 IFR geschehen, an die ESAs delegiert werden und die Durchsetzung der Vorschriften kann in das Aufsichtsprogramm der nationalen Fachbehörden integriert werden. Zudem sollte der europäische Gesetzgeber beachten, dass grenzüberschreitende Sachverhalte (so-

wohl innerhalb der EU als auch mit Drittstaatenbezug) und Konzernkonstellationen im vorliegenden Zusammenhang eher die Regel als die Ausnahme sind. Die wesentlichen Weichenstellungen sollten hier bereits auf Level 1 geregelt werden.

Allgemeine aufsichtsrechtliche Interessenwahrungspflichten können prinzipiell zu einer Intensivierung der Stewardship-Aktivitäten passiver und anderer Verwalter im Interesse ihrer Endanleger beitragen. Für sich genommen dürfte die Steuerungskraft von Generalklauseln, nach welchen sich die Vermögensverwaltung und damit auch das Stewardship-Verhalten der Verwalter an den Interessen der Endanleger auszurichten hat, allerdings begrenzt sein: Sie geben bestenfalls einen vagen Rahmen vor, innerhalb derer sich problematische Fehlanreize der Verwalter weiterhin entfalten können. Die Wirksamkeit solcher allgemeinen Verhaltenspflichten steht und fällt mit der Qualität der praktischen Konkretisierung und Durchsetzung durch die zuständigen Behörden. Neben der Stärkung der Stewardship-Transparenz könnte ein zusätzlicher sinnvoller Schritt für den europäischen Gesetzgeber darin liegen, auf eine Intensivierung der diesbezüglichen Aufsichtspraktiken hinzuwirken.

Jenseits von Transparenz- und Interessenwahrungspflichten kursieren in der US-Literatur weitergehende, teils radikale Vorschläge zum Umgang mit passiven Vermögensverwaltern. Nicht in allen Fällen ist allerdings klar, ob und wie diese zur Lösung der im Rahmen der vorliegenden Untersuchung erörterten Problemlagen beitragen könnten. Vorschläge, die darauf abzielen, den Einfluss größerer Vermögensverwalter in der Corporate Governance zu beschneiden, dürften von vornherein wenig zur Stärkung der Überwachung der Unternehmensführungen durch die Aktionäre beitragen. Interventionen, die darauf abzielen, die Stewardship-Anreize der Vermögensverwalter zu stärken oder zumindest gegenläufige Anreize zu schwächen, scheinen insgesamt vielversprechender. Soweit zur Bewältigung der wettbewerblichen Common Ownership-Probleme weitreichende Beschränkungen für diversifizierte Beteiligungen erwogen werden, sollte der Nutzen solcher Maßnahmen nicht allein auf Basis ihrer Auswirkungen auf Kappas evaluiert werden. Nicht zuletzt unter dem Blickwinkel des Modells von *Antón et al.* müssen auch die Implikationen solcher Eingriffe für die Corporate Governance mitbedacht werden. Unabhängig von den Vorteilen und Nachteilen einzelner Vorschläge besteht nach gegenwärtigem Stand der Dinge allerdings kein dringender Anlass für den deutschen oder europäischen Gesetzgeber, radikale Maßnahmen in den Blick zu nehmen. Kurz- bis mittelfristig sollte der Fokus vielmehr auf inkrementellen

Verbesserungen der bereits vorhandenen Regelwerke einschließlich ihrer hoheitlichen Durchsetzung liegen.

§ 6 Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse

Inspiziert durch ähnlich gelagerte Diskussionen in den USA hat die Untersuchung danach gefragt, inwieweit der Bedeutungsgewinn der passiven Kapitalanlage, insbesondere über Indexfonds, eine Reaktion des deutschen oder europäischen Gesetzgebers im Schnittpunkt zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht erfordert.

In einem ersten Schritt wurde die rechtstatsächliche Verbreitung passiv verwalteter Beteiligungen dokumentiert (§ 2). Dazu wurde ein umfangreicher Datensatz zu den Beteiligungsstrukturen im deutschen Aktienmarkt erhoben und ausgewertet. Die Ergebnisse wurden mit entsprechendem Zahlenmaterial für den europäischen Raum und die USA verglichen.

Hierbei zeigt sich, dass Indexfonds in den Beteiligungsstrukturen deutscher Publikumsgesellschaften mittlerweile eine nicht ganz zu vernachlässigende Rolle spielen. Konkret lag die mittlere aggregierte Beteiligungsquote von Indexfonds im DAX Ende 2020 bei etwa 10 %, im MDAX bei etwa 6 % und im SDAX bei etwa 3 %. Ein ähnliches Bild ergibt sich auch auf der europäischen Ebene, mit Werten von etwas mehr als 9 % im Euro Stoxx 50 und etwa 8 % für den STOXX Europe 600. In den USA spielen Indexfonds demgegenüber eine deutlich größere Rolle in den Beteiligungsstrukturen. Hohe Beteiligungsquoten der Indexfonds sind dort auch nicht im Large-Cap-Segment konzentriert, sondern durchziehen praktisch den gesamten Aktienmarkt. So lag im S&P 500 die mittlere Beteiligungsquote der Indexfonds Ende 2020 bei etwa 21 %, im Russell 1000 bei etwa 19 % und im Russell 2000 bei etwa 17 %. Mit Blick auf die internationale Struktur der Indexfonds-Beteiligungen fällt auf, dass mehr als die Hälfte dieser Beteiligungen an deutschen Aktiengesellschaften auf Fonds entfällt, die in den USA verwaltet werden. Bei US-Gesellschaften hingegen entfällt umgekehrt nur ein Bruchteil der Indexfonds-Beteiligungen auf ausländische Verwalter.

Der Bedeutungsgewinn der passiven Kapitalanlage führt auch dazu, dass Publikumsgesellschaften in zunehmendem Umfang über gemeinsame Investoren indirekt miteinander verflochten sind. Das Ausmaß dieser auch unter dem Stichwort „Common Ownership“ diskutierten Verflechtungen kann mithilfe sogenannter Gewinngewichte (Kappas) quantifiziert werden. Sie beschreiben die modelltheoretischen Anreize einer Firma, die von einer anderen Firma erzielten Gewinne zu internalisieren. Gemessen

anhand solcher Gewinngewichte fällt auch das Ausmaß von Common Ownership in US-Indizes deutlich höher aus als in deutschen und europäischen Indizes. Hier wie dort tragen auch diversifizierte Beteiligungen jenseits der Indexfonds in nicht unerheblichem Umfang zu den Horizontalverflechtungen bei. Erneut lässt sich aber in den Daten zum deutschen Markt beobachten, dass die Bedeutung indirekter Horizontalverflechtungen jenseits des Large- und Mid-Cap-Segments drastisch abnimmt. Lag das mittlere Gewinngewicht im DAX Ende 2020 bei 0,37, betrug es im SDAX nur noch 0,04. Dem stehen in den USA Werte von 0,67 im S&P 500 und 0,33 im Russell 2000 gegenüber.

In einem zweiten Schritt wurde die Rolle passiver Vermögensverwalter in der Corporate Governance unter ökonomischen Gesichtspunkten in den Blick genommen (§ 3).

Ausgangspunkt der Analyse war dabei die Beobachtung, dass passive Verwalter in der Corporate Governance der Portfoliogesellschaften als Intermediäre („Stewards“) ihrer Endanleger mitwirken. Ihre Anreize zur Mitwirkung unterscheiden sich daher erheblich von denen eines Direktanlegers und entsprechen nicht notwendigerweise dem Optimum aus Sicht der Endanleger. Agenturkonflikte zwischen Vermögensverwaltern und Endanlegern sind dem Grunde nach zwar kein Spezifikum der passiven Verwaltung. Im Vergleich zur aktiven Verwaltung treten sie hier aber in verschärfter Form auf, namentlich aufgrund der geringeren Gebührenquoten und der weitgehenden Irrelevanz performancebasierten Wettbewerbs. Die Agenturprobleme der passiven Verwaltung hängen nicht entscheidend davon ab, ob diversifizierte Anleger primär eine portfolioorientierte Zielfunktion verfolgen. Die bei indexbasierten Anlagestrategien fehlende Exit-Möglichkeit könnte sich auch nachteilig auf die Effektivität der von passiven Verwaltern ausgeübten Voice-Governance auswirken.

Deskriptive Befunde über die Zahl der informellen Kontaktaufnahmen (engagements) mit Portfoliogesellschaften und über die personelle Ausstattung der „Stewardship-Abteilungen“ großer passiver Verwalter unterstützen die These, dass diese nicht nur bei der Anlagestrategie, sondern auch bei der Mitwirkung in den Portfoliogesellschaften eine eher passive Rolle einnehmen. Eine breit angelegte Studie aus den USA zeigt etwa, dass Indexfonds bei streitigen Abstimmungsgegenständen ihre Stimmrechte häufiger in Übereinstimmung mit den Empfehlungen der Unternehmensführungen ausüben als aktive Fonds. Die Ergebnisse empirischer Untersuchungen, die die Bedeutung passiver Vermögensverwalter für die Corporate Governance allein im „Russell-Setting“ analysieren, sind hingegen mit Vorsicht zu genießen. Hierzu gehört auch eine vielbeachtete Studie, die

ein insgesamt optimistisches Bild von der Rolle passiver Vermögensverwalter in der Corporate Governance gezeichnet hat.

Eine pessimistische Sicht auf die Stewardship-Anreize passiver Vermögensverwalter schließt allerdings nicht aus, dass die indirekte Horizontalverflechtung über passive Vermögensverwalter nachteilige Effekte für den Produktmarkt Wettbewerb mit sich bringen könnte. Die traditionellen industrieökonomischen Modelle zu den wettbewerblichen Auswirkungen von Common Ownership, die auch das theoretische Fundament vielbeachteter empirischer Studien bilden, beruhen zwar auf Annahmen, die unter Corporate Governance- und Stewardship-Gesichtspunkten schwer nachvollziehbar scheinen. Ein neuerer Modellierungsansatz rückt hingegen den interessanten Gedanken in den Vordergrund, dass schwache Anreize der Unternehmensführungen zur Maximierung des eigenen Unternehmenswerts durchaus im Interesse der gemeinsamen Eigentümer liegen könnten, wenn diese schwachen Anreize zwar zu höheren Produktionskosten, im Gleichgewicht aber auch zu höheren Preisen führen.

Aufbauend auf dieser Problemanalyse wurde in einem dritten Schritt gefragt, mit welchen Instrumenten das Recht gegenwärtig auf die beschriebenen Anreizprobleme in der Vermögensverwaltung reagiert. Dabei wurden aufgrund der großen rechtstatsächlichen Bedeutung von US-Verwaltern auch die einschlägigen US-amerikanischen Vorgaben in den Blick genommen.

Das US-amerikanische Kapitalanlagerecht im Zuständigkeitsbereich der SEC setzt zur Steuerung des Stewardship-Verhaltens von Publikumsfonds im Kern auf eine Kombination aus allgemeinen Interessenwahrungspflichten (fiduciary duties) und Transparenzvorschriften. Aus den allgemeinen Interessenwahrungspflichten leitet die SEC im Grundsatz eine Pflicht zur Ausübung der Stimmrechte her. Auf dem Form N-PX müssen Fondsverwalter ihr gesamtes Abstimmungsverhalten in allen Portfoliogesellschaften offenlegen, einschließlich in deutschen und europäischen Gesellschaften. Ähnliche fiduciary duties finden unter den Vorgaben des ERISA auch auf die Verwalter privater Pensionspläne Anwendung.

Das europäische und deutsche Recht setzen im Ausgangspunkt ebenfalls auf eine Kombination aus allgemeinen Interessenwahrungspflichten und Transparenzpflichten. Die ersteren finden sich allein im Fachaufsichtsrecht. Das Interesse der Finanzaufsichtsbehörden an Stewardship-Themen fällt hier dem Anschein nach aber deutlich geringer aus als in den USA. Beachtung verdient § 94 Satz 3 KAGB, der – nach hier vertretener Auffassung – Verwalter inländischer Sondervermögen grundsätzlich zur Ausübung der Stimmrechte aus Aktien inländischer Gesellschaften ver-

pflichtet. Neben die fachaufsichtsrechtlichen Regelungen treten die Stewardship-Transparenzvorschriften der §§ 134a ff. AktG. Der Gesetzgeber hat sich hier auf eine Eins-zu-Eins-Umsetzung der knappen und teils recht unbestimmten Vorgaben der ARRL II beschränkt. Eine umfassende Beaufsichtigung dieses Regelungskomplexes durch die BaFin ist nicht vorgesehen. Das gesetzgeberische Durchsetzungskonzept beschränkt sich im Kern auf eine äußerst eng gefasste Bußgeldvorschrift, für deren Anwendung die Länder zuständig sind.

In einem letzten Schritt wurden diese rechtlichen Rahmenbedingungen im Lichte der zuvor gefundenen rechtstatsächlichen und rechtsökonomischen Ergebnisse einer kritischen Würdigung unterzogen, um etwaiges Verbesserungspotential *de lege ferenda* zu identifizieren. Zudem wurden weitergehende, d.h. über eine Nachschärfung des bestehenden Instrumentariums hinausgehende, Handlungsmöglichkeiten des Gesetzgebers evaluiert.

Besonderes Augenmerk galt im Rahmen dieser rechtspolitischen Diskussion der Rolle von Transparenzvorschriften. Der europäische Gesetzgeber hat dieses Instrument im Rahmen der ARRL II ganz in den Mittelpunkt gerückt. Ökonomisch lässt sich der Sinn stewardship-bezogener Transparenzvorschriften indes nur in begrenztem Umfang mit Erwägungen zur Aktivierung bestimmter Marktmechanismen motivieren. Dies gilt insbesondere mit Blick auf passive Verwaltungsmodelle. Bei der rechtspolitischen Bewertung von Transparenzvorschriften sollten aber auch die nützlichen Nebenwirkungen eines erhöhten Transparenzniveaus für andere Stakeholder als die unmittelbar betroffenen Marktteilnehmer nicht völlig außer Acht gelassen werden. Unabhängig von der konkreten Motivation ist ein Minimum an Standardisierung und hoheitlicher Durchsetzung eine Grundvoraussetzung dafür, dass Stewardship-Transparenzvorschriften in der Praxis einen nützlichen Zweck erfüllen können. Die §§ 134a ff. AktG und die zugrundeliegenden Richtlinienvorgaben genügen dieser Grundvoraussetzung nicht. Die höchst defizitäre Ausgestaltung dieser Vorschriften wird insbesondere im Rechtsvergleich mit den USA offenbar.

Der Fokus des deutschen und europäischen Gesetzgebers im Bereich der Investor Stewardship sollte *de lege ferenda* vor allem auf inkrementellen Verbesserungen der dem Grunde nach schon bestehenden Mechanismen liegen. Anzuregen ist hier insbesondere eine Revision der in der konkreten Ausgestaltung misslungenen Stewardship-Transparenzvorschriften der ARRL II. Ergänzend könnte ein sinnvoller erster Schritt darin liegen, nach US-Vorbild auf eine stärkere Konkretisierung und Durchsetzung der stewardship-relevanten Anforderungen hinzuwirken, die sich aus allgemei-

§ 6 Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse

nen aufsichtsrechtlichen Interessenwahrungspflichten ergeben. Radikale Eingriffe in die bestehenden Marktstrukturen zur Bewältigung der besonderen Probleme der passiven Vermögensverwaltung (einschließlich den möglichen Problemen von Common Ownership), wie sie in den USA von manchen erwogen werden, scheinen bereits mit Blick auf die unterschiedliche rechtstatsächliche Ausgangslage bislang nicht angezeigt.

Literaturverzeichnis

Nicht gesondert verzeichnet wurden Zeitungsartikel, Blogposts und sonstige Internetquellen, die bereits im Text unter Angabe eines Internetlinks zitiert sind. Soweit nicht anders angegeben, ist das Abrufdatum hier jeweils der 10.12.2021. Ebenfalls nicht verzeichnet wurden behördliche Veröffentlichungen, die im Text mit Aktenzeichen oder vergleichbaren Identifikatoren zitiert sind.

- Achleitner, Ann-Kristin/Betzer, André/Gider, Jasmin.* Do Corporate Governance Motives Drive Hedge Fund and Private Equity Fund Activities?, *European Financial Management* 16 (2010), 805–828.
- Adams B./Almeida, Heitor/Ferreira, Daniel.* Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance, *The Review of Financial Studies* 18 (2005), 1403–1432.
- Adams, Renée B./Ferreira, Daniel.* A Theory of Friendly Boards, *The Journal of Finance* 62 (2007), 217–250.
- Admati, Anat R./Pfleiderer, Paul.* The „Wall Street Walk“ and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice, *The Review of Financial Studies* 22 (2009), 2645–2685.
- Aggarwal, Reena/Erel, Isil/Ferreira, Miguel/Matos, Pedro.* Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors, *Journal of Financial Economics* 100 (2011), 154–181.
- Aghion, Philippe/Van Reenen, John/Zingales, Luigi.* Innovation and Institutional Ownership, *The American Economic Review* 103 (2013), 277–304.
- Agrawal, Anup/Lim, Yuree.* Where Do Shareholder Gains in Hedge Fund Activism Come From? Evidence from Employee Pension Plans, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 57 (2022), 2140–2176.
- Abn, Byung Hyun/Patatoukas, Panos N.* Identifying the Effect of Stock Indexing: Impetus or Impediment to Arbitrage and Price Discovery?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 57 (2022), 2022–2062.
- Akerlof, George A.* Sins of Omission and the Practice of Economics, *Journal of Economic Literature* 58 (2020), 405–418.
- Akerlof, George A.* The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics* 84 (1970), 488–500.
- Amatriain, Xavier/Jaimes, Alejandro/Oliver, Nuria/Pujol, Josep M.* Data Mining Methods for Recommender Systems, in: *Ricci, Francesco/Rokach, Lior/Shapira, Bracha/Kantor, Paul B. (Hrsg.), Recommender Systems Handbook*, Springer, New York u.a. 2011, 39–71.

- Amel-Zadeh, Amir/Kasperk, Fiona/Schmalz, Martin C.* Mavericks, Universal, and Common Owners – The Largest Shareholders of U.S. Public Firms, ECGI Finance Working Paper No 838/2022 (2022), <https://papers.ssrn.com/abstract=4059513> (Abruf 24.8.2022).
- Aminadav, Gur/Papaioannou, Elias.* Corporate Control around the World, *The Journal of Finance* 75 (2020), 1191–1246.
- Amundi. Engagement Report 2020 (2021), https://www.amundi.com/int/ejzscore/call/ejzscamundibuzz::sfForwardFront::paramsList=service=ProxyGedApi&routeId=_dl_dfd09821-64c2-409c-98ae-5bca8d89cff9_download (Abruf 22.11.2021).
- Amundi. Voting Policy 2021 (2021), https://www.amundi.de/institutional/ejzscore/call/ejzscamundibuzz::sfForwardFront::paramsList=service=ProxyGedApi&routeId=_dl_94c60514-e677-45fb-9cf0-aac82376495d_download (Abruf 22.11.2021).
- Anderson, Anne M./Brockman, Paul.* Form 13F (Mis)Filings, SSRN-Arbeitspapier, ID 2809128 (2016), <https://papers.ssrn.com/abstract=2809128> (Abruf 5.3.2021).
- Angrist, Joshua D./Pischke, Jörn-Steffen.* Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion, Princeton University Press, Princeton (NJ) 2009.
- Anton, Miguel/Azar, José/Gine, Mireia/Lin, Luca Xianran.* Beyond the Target: M&A Decisions and Rival Ownership, *Journal of Financial Economics* 144 (2022), 44–66.
- Antón, Miguel/Ederer, Florian/Giné, Mireia/Schmalz, Martin C.* Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives, ECGI Finance Working Paper No 511/2017 (2022) (erscheint in *Journal of Political Economy*), <http://www.ssrn.com/abstract=2802332> (Abruf 24.8.2022).
- Antón, Miguel/Ederer, Florian/Giné, Mireia/Schmalz, Martin C.* Innovation: The Bright Side of Common Ownership?, SSRN-Arbeitspapier, ID 3099578 (2021), <https://www.ssrn.com/abstract=3099578> (Abruf 19.5.2021).
- Antón, Miguel/Polk, Christopher.* Connected Stocks, *The Journal of Finance* 69 (2014), 1099–1127.
- Appel, Ian R./Gormley, Todd A./Keim, Donald B.* Passive investors, not passive owners, *Journal of Financial Economics* 121 (2016), 111–141.
- Appel, Ian R./Gormley, Todd A./Keim, Donald B.* Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism, *The Review of Financial Studies* 32 (2019), 2720–2774.
- Appel, Ian/Gormley, Todd A./Keim, Donald B.* Identification Using Russell 1000/2000 Index Assignments: A Discussion of Methodologies, SSRN-Arbeitspapier, ID 2641548 (2020) (erscheint in *Critical Finance Review*), <https://papers.ssrn.com/abstract=2641548> (Abruf 28.4.2021).
- Armour, John/Hansmann, Henry/Kraakman, Reinier.* Agency Problems and Legal Studies, in: *Kraakman, Reinier/Armour, John/Davies, Paul/Enriques, Luca/Hansmann, Henry/Hertig, Gerard/Hopt, Klaus J./Kanda, Hideki/Pargendler, Mariana/Ringe, Wolf-Georg/Rock, Edward (Hrsg.), The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, Oxford, 3. Aufl. 2017, 29–47.

- Arnold, Arnd.* Die Steuerung des Vorstandshandelns: Eine rechtsökonomische Untersuchung der Principal-Agent-Problematik in Publikumsgesellschaften, C. H. Beck, München 2007.
- Arnold, Christian/Gralla, Anna.* Gestaltung von Vorstandsverträgen nach dem DCGK 2020, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2020, 529–537.
- Arnold, Christian/Herzberg, Julia/Zeh, Ricarda.* Das Vergütungssystem börsennotierter Gesellschaften nach § 87a AktG, *Die Aktiengesellschaft* 2020, 313–322.
- Arnold, Michael.* Beteiligung von Investmentgesellschaften und Hedgefonds an börsennotierten Gesellschaften, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 185 (2021), 281–318.
- Asai, Kentaro/Charoenwong, Ben.* Ownership Networks and Bid Rigging, SSRN-Arbeitspapier, ID 3298152 (2022), <https://papers.ssrn.com/abstract=3298152> (Abruf 24.8.2022).
- Asbraf, Rasha/Jayaraman, Narayanan/Ryan, Harley E.* Do Pension-Related Business Ties Influence Mutual Fund Proxy Voting? Evidence from Shareholder Proposals on Executive Compensation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47 (2012), 567–588.
- Assmann, Heinz-Dieter.* Rechtsanwendungsprobleme des Insiderrechts, *Die Aktiengesellschaft* 1997, 50–58.
- Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe H./Mülbert, Peter O. (Hrsg.).* Wertpapierhandelsrecht [ASM], Otto Schmidt, Köln, 7. Aufl. 2019.
- Assmann, Heinz-Dieter/Wallach, Edgar/Zetzsche, Dirk A. (Hrsg.).* Kapitalanlagegesetzbuch [AWZ], Otto Schmidt, Köln 2019.
- Atanasov, Vladimir/Black, Bernard/Ciccotello, Conrad S.* Unbundling and Measuring Tunneling, *University of Illinois Law Review* 2014 (2014), 1697–1738.
- Azar, José.* A new Look at Oligopoly: Implicit Collusion Through Portfolio Diversification, Diss. Princeton 2012. <https://drive.google.com/file/d/1xCfLhOvPB7Tq2yhkFTV5Ad-3EUieH3mB/view> (Abruf 1.10.2020).
- Azar, José.* Common Shareholders and Interlocking Directors: The Relation Between Two Corporate Networks, *Journal of Competition Law & Economics* 18 (2022), 75–98.
- Azar, José.* Portfolio Diversification, Market Power, and the Theory of the Firm, SSRN-Arbeitspapier, ID 2811221 (2017), <https://papers.ssrn.com/abstract=2811221> (Abruf 28.5.2021).
- Azar, José/Duro, Miguel/Kadach, Igor/Ormazabal, Gaizka.* The Big Three and Corporate Carbon Emissions Around the World, *Journal of Financial Economics* 142 (2021), 674–696.
- Azar, José/Raina, Sahil/Schmalz, Martin C.* Ultimate Ownership and Bank Competition, *Financial Management* 251 (2022), 227–269.
- Azar, José/Schmalz, Martin C./Tecu, Isabel.* Anticompetitive Effects of Common Ownership, *The Journal of Finance* 73 (2018), 1513–1565.
- Azar, José/Vives, Xavier.* General Equilibrium Oligopoly and Ownership Structure, *Econometrica* 89 (2021), 999–1048.

- Bachmann, Gregor.* Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat, in: VGR (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2016, Otto Schmidt, Köln 2017, 135–179.
- Backus, Matthew/Conlon, Christopher/Sinkinson, Michael.* Common Ownership and Competition in the Ready-to-Eat Cereal Industry, NBER Working Paper No 28350 (2021), <https://www.nber.org/papers/w28350> (Abruf 18.1.2021).
- Backus, Matthew/Conlon, Christopher/Sinkinson, Michael.* Common Ownership in America: 1980–2017, *American Economic Journal: Microeconomics* 13 (2021), 273–308.
- Backus, Matthew/Conlon, Christopher/Sinkinson, Michael.* The Common Ownership Hypothesis: Theory and Evidence, Arbeitspapier, Economic Studies at Brookings (2019), https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/02/ES_20190205_Common-Ownership.pdf (Abruf 5.6.2020).
- Balp, Gaia.* Regulating Proxy Advisors Through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach, *European Company and Financial Law Review* 2017, 1–36.
- Banal-Estañol, Albert/Boot, Nuria/Seldeslachts, Jo.* Common Ownership Patterns in the European Banking Sector—The Impact of the Financial Crisis, *Journal of Competition Law & Economics* 18 (2021), 135–167.
- Banal-Estañol, Albert/Newham, Melissa/Seldeslachts, Jo.* Common Ownership in the U.S. Pharmaceutical Industry: A Network Analysis, *The Antitrust Bulletin* 66 (2021), 68–99.
- Barber, Brad M./Odean, Terrance.* The Behavior of Individual Investors, in: *Constantinides, George M./Harris, Milton/Stulz, Rene M. (Hrsg.)*, *Handbook of the Economics of Finance*, Volume 2, Part A, Elsevier, Amsterdam 2013, 1533–1570.
- Barzusa, Michal/Curtis, Quinn/Webber, David H.* Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance, *Southern California Law Review* 93 (2020), 1243–1321.
- Bassen, Alexander.* Institutionelle Investoren und Corporate Governance: Analyse der Einflussnahme unter besonderer Berücksichtigung börsennotierter Wachstumsunternehmen, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2002.
- Bassler, Moritz.* Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen: Inhalt und rechtliche Grenzen des institutionellen Anlegeraktivismus [Institutionelle Anleger], Nomos, Baden-Baden 2015.
- Baums, Theodor.* Institutionelle Investoren im Aktienrecht – Zur Umsetzung der ARUG II-Richtlinie, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 183 (2019), 605–616.
- Baums, Theodor/Fraune, Christian.* Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung, *Die Aktiengesellschaft* 1995, 97–112.
- Baur, Jürgen/Tappen, Falko (Hrsg.)*. Investmentgesetze, De Gruyter, Berlin u.a., Band 1: 3. Aufl. 2015.
- Bayer, Walter/Hoffmann, Thomas.* Private-Label-Fonds und Beteiligungstransparenz bei deutschen Aktiengesellschaften, *Die Aktiengesellschaft* 2018, R252–R255.
- Bayer, Walter/Schmidt, Jessica.* BB-Gesetzgebungs- und Rechtsprechungsreport Europäisches Unternehmensrecht 2016/17, Betriebs-Berater 2017, 2114–2125.

- Beales, Howard/Craswell, Richard/Salop, Steven C.* The Efficient Regulation of Consumer Information, *The Journal of Law & Economics* 24 (1981), 491–539.
- Bebchuk, Lucian A.* The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value, *Columbia Law Review* 113 (2013), 1637–1696.
- Bebchuk, Lucian A./Brav, Alon/Jiang, Wei.* The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, *Columbia Law Review* 115 (2015), 1085–1155.
- Bebchuk, Lucian A./Brav, Alon/Jiang, Wei/Keusch, Thomas.* Dancing with activists, *Journal of Financial Economics* 137 (2020), 1–41.
- Bebchuk, Lucian A./Cohen, Alma/Hirst, Scott.* The Agency Problems of Institutional Investors, *Journal of Economic Perspectives* 31 (2017), 89–112.
- Bebchuk, Lucian A./Hirst, Scott.* Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy, *Columbia Law Review* 119 (2019), 2029–2145.
- Bebchuk, Lucian A./Hirst, Scott.* The Power of the Big Three, and Why It Matters, Arbeitspapier (2021) (erscheint in *Boston University Law Review*), http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/The_Power_of_the_Big_Three_and_Why_It_Matters.pdf (Abruf 5.5.2021).
- Bebchuk, Lucian A./Hirst, Scott.* The Specter of the Giant Three, *Boston University Law Review* 99 (2019), 721–741.
- Bebchuk, Lucian A./Jackson, Robert J. Jr.* The Law and Economics of Blockholder Disclosure, *Harvard Business Law Review* 2 (2012), 39–60.
- Bebchuk, Lucian A./Tallarita, Roberto.* The Illusory Promise of Stakeholder Governance, *Cornell Law Review* 106 (2020), 91–178.
- Beber, Alessandro/Pagano, Marco.* Short-Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007–09 Crisis, *The Journal of Finance* 68 (2013), 343–381.
- Becht, Marco/Franks, Julian R./Wagner, Hannes F.* Corporate Governance Through Voice and Exit, ECGI Finance Working Paper No 633/2019 (2019), <https://papers.ssrn.com/abstract=3456626> (Abruf 8.12.2021).
- Becht, Marco/Franks, Julian R./Wagner, Hannes F.* The Benefits of Access: Evidence from Private Meetings with Portfolio Firms, ECGI Finance Working Paper No 751/2021 (2021), <https://papers.ssrn.com/abstract=3813948> (Abruf 22.4.2021).
- Becht, Marco/Franks, Julian/Grant, Jeremy/Wagner, Hannes F.* Returns to Hedge Fund Activism: An International Study, *The Review of Financial Studies* 30 (2017), 2933–2971.
- Becker, Klaus/von Werder, Axel.* Der Deutsche Corporate Governance Kodex im internationalen Vergleich, *Die Aktiengesellschaft* 2016, 761–775.
- Becker, Oskar.* Funktionsweise und rechtliche Risiken von Exchange Traded Funds (ETFs), *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 2022, 604–612.
- Ben-David, Itzhak/Franzoni, Francesco/Moussawi, Rabih.* Do ETFs Increase Volatility?, *The Journal of Finance* 73 (2018), 2471–2535.
- Bena, Jan/Ferreira, Miguel A./Matos, Pedro/Pires, Pedro.* Are foreign investors locusts? The long-term effects of foreign institutional ownership, *Journal of Financial Economics* 126 (2017), 122–146.

- Benicke, Christoph.* Wertpapiervermögensverwaltung, Mohr Siebeck, Tübingen 2006.
- Bennett, Benjamin/Stulz, René M./Wang, Zexi.* Does Joining the S&P 500 Index Hurt Firms?, NBER Working Paper No 27593 (2020), <https://www.nber.org/papers/w27593> (Abruf 21.10.2021).
- Berg, Florian/Kölbel, Julian F./Rigobon, Roberto.* Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, *Review of Finance* __ (2022), __ (vorab online), <https://academic.oup.com/rof/advance-article/doi/10.1093/rof/rfac033/6590670> (Abruf 24.8.2022).
- Berger, Hanno/Steck, Kai-Uwe/Lübbchusen, Dieter.* Investmentgesetz, Investmentsteuergesetz, C. H. Beck, München 2010.
- Berle, Adolf A./Means, Gardiner C.* The Modern Corporation and Private Property, MacMillan, New York 1933.
- Bessler, Wolfgang/Drobetz, Wolfgang/Holler, Julian.* The Returns to Hedge Fund Activism in Germany, *European Financial Management* 21 (2015), 106–147.
- Billio, Monica/Costola, Michele/Hristova, Iva/Latino, Carmelo/Pelizzon, Lorian.* Inside the ESG Ratings: (Dis)Agreement and Performance, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 28 (2021), 1426–1445.
- Birkmose, Hanne S.* European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward, *European Company and Financial Law Review* 2014, 214–257.
- Birkmose, Hanne S.* The Transformation of Passive Institutional Investors into Active Owners: ‚Mission Impossible‘?, in: *Birkmose, Hanne S./Neville, Mette/Sørensen, Karsten Ensig (Hrsg.)*, *The European Financial Market in Transition*, Wolters Kluwer, Alphen aan den Rijn 2012, 107–131.
- Birkmose, Hanne S.* You can Lead a Horse to Water, But can You Make it Drink? Institutional Shareholders and Corporate Voting, *European Business Law Review* 2009, 717–746.
- Bjerkstrand, Petter/Doskeland, Trond/Sjuve, André Watto/Ørpetveit, Andreas.* Forced to Be Active: Evidence From a Regulation Intervention, SSRN-Arbeitspapier, ID 3635718 (2022), <https://papers.ssrn.com/abstract=3635718> (Abruf 24.8.2022).
- Black, Bernard S.* Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice, *UCLA Law Review* 39 (1991), 811–894.
- Black, Bernard S.* Shareholder Passivity Reexamined, *Michigan Law Review* 89 (1990), 520–608.
- Black, Bernard S./Coffee, John C.* Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation, *Michigan Law Review* 92 (1994), 1997–2087.
- BlackRock Asset Management Deutschland AG. Verkaufsprospekt einschließlich Anlagebedingungen für den iShares CORE DAX UCITS ETF (DE) (Stand März 2021), <https://www.blackrock.com/de/privatanleger/literature/prospectus/ishares-core-dax-ucits-etf-de-de-prospectus.pdf> (Abruf 22.11.2021).
- BlackRock. 2020 Annual Report (2021), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/annual-report/blackrock-2020-annual-report.pdf> (Abruf 16.11.2021).

- BlackRock. Corporate governance and proxy voting guidelines for European, Middle Eastern, and African securities (2021), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-guidelines-emea.pdf> (Abruf 22.11.2021).
- BlackRock. Investment Stewardship Annual Report 2020 (2020), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-annual-stewardship-report-2020.pdf> (Abruf 22.11.2021).
- BlackRock. Shareholder Rights Directive II – Implementation of Engagement Policy (2020), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-shareholder-rights-directiveii-implementation-engagement-policy.pdf> (Abruf 1.12.2021).
- BlackRock. The Investment Stewardship Ecosystem (2018), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-investment-stewardship-ecosystem-july-2018.pdf> (Abruf 1.12.2021).
- Bloomfield, Matthew J./Friedman, Henry L./Kim, Hwa Young.* Common Ownership, Executive Compensation, and Product Market Competition, SSRN-Arbeitspapier, ID 3936918 (2021), <https://papers.ssrn.com/abstract=3936918> (Abruf 13.10.2021).
- Bodnaruk, Andriy/Rossi, Marco.* Dual ownership, returns, and voting in mergers, *Journal of Financial Economics* 120 (2016), 58–80.
- Boehmer, Ekkehart/Wu, Juan (Julie).* Short Selling and the Price Discovery Process, *The Review of Financial Studies* 26 (2013), 287–322.
- Bogle, John C.* *The Little Book of Common Sense Investing*, Wiley, Hoboken (NJ), 10th Anniversary Edition 2017.
- Boller, Lysle/Scott Morton, Fiona.* Testing the Theory of Common Stock Ownership, NBER Working Paper No 27515 (2020), <http://www.nber.org/papers/w27515> (Abruf 16.10.2020).
- Bolton, Patrick/Li, Tao/Ravina, Enrichetta/Rosenthal, Howard.* Investor ideology, *Journal of Financial Economics* 137 (2020), 320–352.
- Bond, Philip/García, Diego.* The Equilibrium Consequences of Indexing, *The Review of Financial Studies* 35 (2022), 3175–3230.
- Boone, Audra L./Gillan, Stuart/Towner, Mitch.* The Role of Proxy Advisors and Large Passive Funds in Shareholder Voting: Lions or Lambs?, SSRN-Arbeitspapier, ID 2831550 (2020), <https://papers.ssrn.com/abstract=2831550> (Abruf 8.12.2021).
- Boone, Audra L./White, Joshua T.* The effect of institutional ownership on firm transparency and information production, *Journal of Financial Economics* 117 (2015), 508–533.
- Boos, Karl-Heinz/Fischer, Reinfrid/Schulte-Mattler, Hermann (Hrsg.).* KWG, CRR-VO: Kommentar zu Kreditwesengesetz, VO (EU) Nr. 575/2013 (CRR) und Ausführungsvorschriften [BFS], C. H. Beck, München, Band I: 5. Aufl. 2016.
- Brandt, Pascal.* Beteiligungstransparenz bei Finanzinstrumenten – Ökonomische und rechtsvergleichende Analyse der Beteiligungstransparenz bei Finanzinstrumenten und ihrer Rolle in der Übernahmeregulierung, Mohr Siebeck, Tübingen 2020.

- Brass, Stefan.* Hedgefonds als aktive Investoren – Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge, Peter Lang, Frankfurt am Main 2010.
- Brav, Alon/Dasgupta, Amil/Mathews, Richmond.* Wolf Pack Activism, *Management Science* __ (2021), __ (vorab online), <https://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/mnsc.2021.4131> (Abruf 26.8.2022).
- Brav, Alon/Jiang, Wei/Kim, Hyunseob.* The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Asset Allocation, and Labor Outcomes, *The Review of Financial Studies* 28 (2015), 2723–2769.
- Brav, Alon/Jiang, Wei/Li, Rongchen.* Governance by Persuasion: Hedge Fund Activism and the Market for Corporate Influence, ECGI Finance Working Paper No 797/2021 (2022), <https://papers.ssrn.com/abstract=3955116> (Abruf 24.8.2022).
- Brav, Alon/Jiang, Wei/Li, Tao/Pinnington, James.* Picking Friends Before Picking (Proxy) Fights: How Mutual Fund Voting Shapes Proxy Contests, ECGI Finance Working Paper No 601/2019 (2021), <https://papers.ssrn.com/abstract=3101473> (Abruf 22.11.2021).
- Brav, Alon/Jiang, Wei/Ma, Song/Tian, Xuan.* How does hedge fund activism reshape corporate innovation?, *Journal of Financial Economics* 130 (2018), 237–264.
- Brav, Alon/Jiang, Wei/Partnoy, Frank/Thomas, Randall.* Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, *The Journal of Finance* 63 (2008), 1729–1775.
- Brellochs, Michael.* Institutionelle Investoren (ETF-Fonds, Versicherungen, Pensionskassen) im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 185 (2021), 319–367.
- Bresnahan, Timothy F./Salop, Steven C.* Quantifying the competitive effects of production joint ventures, *International Journal of Industrial Organization* 1986, 155–175.
- Breugem, Matthijs/Buss, Adrian.* Institutional Investors and Information Acquisition: Implications for Asset Prices and Informational Efficiency, *The Review of Financial Studies* 32 (2019), 2260–2301.
- Brito, Duarte/Elbauge, Einer/Ribeiro, Ricardo/Vasconcelos, Helder.* Modeling Horizontal Shareholding With Ownership Dispersion, SSRN-Arbeitspapier, ID 3264113 (2021), <https://papers.ssrn.com/abstract=3264113> (Abruf 24.11.2021).
- Broccardo, Eleonora/Hart, Oliver D./Zingales, Luigi.* Exit vs. Voice, ECGI Finance Working Paper No 694/2020 (2021) (erscheint in *Journal of Political Economy*), <https://papers.ssrn.com/abstract=3671918> (Abruf 8.12.2021).
- Brooks, Chris/Chen, Zhong/Zeng, Yeqin.* Institutional cross-ownership and corporate strategy: The case of mergers and acquisitions, *Journal of Corporate Finance* 48 (2018), 187–216.
- Brown, David C./Davies, Shaun William.* Moral hazard in active asset management, *Journal of Financial Economics* 125 (2017), 311–325.
- Bubb, Ryan/Catan, Emiliano M.* The Party Structure of Mutual Funds, *The Review of Financial Studies* 35 (2022), 2839–2878.

- Buck-Heeb*. Acting in Concert und Verhaltensabstimmung im Einzelfall, Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht 2019, 8–12.
- Bueren, Eckart*. Sustainable Finance, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2019, 813–875.
- Buller, Adrienne/Braun, Benjamin*. Under new management: Share ownership and the rise of UK asset manager capitalism, *Common-Wealth* (Juli 2021), https://uploads-ssl.webflow.com/5e2191f00f868d778b89ff85/60e7020a420de46f4022ff3e_CW_AM_First%20Paper%20v4.pdf (Abruf 9.7.2021).
- Burgard, Ulrich*. Die Berechnung des Stimmrechtsanteils nach §§ 21 – 23 Wertpapierhandelsgesetz, *Betriebs-Berater* 1995, 2069–2078.
- Bürgers, Tobias/Körber, Torsten/Lieder, Jan (Hrsg.)*. Aktiengesetz, C. F. Müller, 5. Aufl. 2021.
- Bürkle, Jürgen*. Die aktienrechtlichen Offenlegungspflichten für Lebensversicherungsunternehmen nach ARUG II, *Versicherungsrecht* 2021, 1–11.
- Burnside, Alec J./Kidane, Adam*. Common ownership: an EU perspective, *Journal of Antitrust Enforcement* (2020), 1.
- Busch, Andrea*. Strafbarkeit des Beratenen trotz entlastenden Rechtsrats?, *Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht* 2020, 184–190.
- BVI. Wohlverhaltensregeln (2018), https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Regulierung/2019_07_BVI_Wohlverhaltensregeln.pdf (Abruf 6.12.2021).
- Cai, Jie/Walkling, Ralph A.* Shareholders' Say on Pay: Does It Create Value?, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46 (2011), 299–339.
- Cain, Matthew D./McKeon, Stephen B./Solomon, Steven Davidoff*. Do takeover laws matter? Evidence from five decades of hostile takeovers, *Journal of Financial Economics* 124 (2017), 464–485.
- Cappucci, Michael*. The Proxy War against Proxy Advisors, *New York University Journal of Law and Business* 16 (2019), 579–632.
- CCIT. Collective Investment Trusts White Paper (2021), <https://www.ctfcoalition.com/portalresource/CollectiveInvestmentTrustsWhitePaper.pdf> (Abruf 26.2.2021).
- Chaim, Danielle A.* The Perils of Common Ownership: The Flooding Phenomenon, SSRN-Arbeitspapier, ID 3502717 (2021), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3502717 (Abruf 8.12.2021).
- Chang, Yen-Cheng/Hong, Harrison/Liskovich, Inessa*. Regression Discontinuity and the Price Effects of Stock Market Indexing, *The Review of Financial Studies* 28 (2015), 212–246.
- Chatterji, Aaron K./Durand, Rodolphe/Levine, David I./Touboul, Samuel*. Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers, *Strategic Management Journal* 37 (2016), 1597–1614.
- Cheng, Qiang/Luo, Shuqing/Zhang, Jinping*. Common Ownership and Analyst Forecasts, *European Accounting Review* __ (2022), __ (vorab online), <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/09638180.2022.2082506> (Abruf 24.8.2022).

- Cheng, Xin/Wang, He (Helen)/Wang, Xianjue. Common institutional ownership and corporate social responsibility, *Journal of Banking & Finance* 136 (2021), 106218.
- Chiu, Iris H.-Y./Katelouzou, Dionysia. From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?, in: *Birkmose, Hanne (Hrsg.): Shareholders' Duties*, Wolters Kluwer, Aalphen an den Rijn 2017, 131–152.
- Choi, Stephen/Fisch, Jill/Kahan, Marcel. The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?, *Emory Law Journal* 59 (2010), 869.
- Christensen, Hans B./Hail, Luzi/Leuz, Christian. Capital-Market Effects of Securities Regulation: Prior Conditions, Implementation, and Enforcement, *The Review of Financial Studies* 29 (2016), 2885–2924.
- Christensen, Hans B./Hail, Luzi/Leuz, Christian. Mandatory CSR and sustainability reporting: economic analysis and literature review, *Review of Accounting Studies* 26 (2021), 1176–1248.
- Christensen, Hans B./Hail, Luzi/Leuz, Christian. Mandatory IFRS reporting and changes in enforcement, *Journal of Accounting and Economics* 56 (2013), 147–177.
- Christie, Anna. The Agency Costs of Sustainable Capitalism, *UC Davis Law Review* 55 (2022), 875–954.
- Coates, John C. The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve, *Harvard Public Law Working Paper No 19–07* (2019), <https://www.ssrn.com/abstract=3247337> (Abruf 8.12.2021).
- Cochrane, John H. *Asset Pricing*, Princeton University Press, Princeton (NJ), Revised Edition 2005.
- Coffee, John C. Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, *Columbia Law Review* 91 (1991), 1277–1368.
- Coffee, John C. Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System, *Virginia Law Review* 70 (1984), 717–753.
- Coffee, John C. Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance, *Columbia Law Review* 84 (1984), 1145–1296.
- Coffee, John C. The Coming Shift in Shareholder Activism: From „Firm-specific“ to „Systematic Risk“ Proxy Campaigns (and how to enable them), *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law* 16 (2021), 45–69.
- Coffee, John C. The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk, *Columbia Business Law Review* 2021, 602–650.
- Coffee, John C./Palia, Darius. The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance, *Journal of Corporation Law* 41 (2015), 545–608.
- Cohen, Alma/Hazan, Moshe/Tallarita, Roberto/Weiss, David. The Politics of CEOs, *Journal of Legal Analysis* 11 (2019), 1–45.
- Coles, Jeffrey L./Heath, Davidson/Ringgenberg, Matthew C. On Index Investing, *Journal of Financial Economics* 145 (2022), 665–683.

- Condon, Madison.* Externalities and the Common Owner, *Washington Law Review* 95 (2020), 1–82.
- Cooke, Ronald J.* ERISA Practice and Procedure, Westlaw, Stand Juni 2021.
- Corum, Adrian Aycan/Malenko, Andrey/Malenko, Nadya.* Corporate Governance in the Presence of Active and Passive Delegated Investment, ECGI Finance Working Paper No 695/2020 (2021), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3681095 (Abruf 26.8.2022).
- Coupette, Corinna/Fleckner, Andreas M.* Quantitative Rechtswissenschaft, *Juristen-Zeitung* 2018, 379.
- Crane, Alan D./Michenaud, Sébastien/Weston, James P.* The Effect of Institutional Ownership on Payout Policy: Evidence from Index Thresholds, *The Review of Financial Studies* 29 (2016), 1377–1408.
- Cremers, K. J. Martijn/Petajisto, Antti.* How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance, *The Review of Financial Studies* 22 (2009), 3329–3365.
- Cremers, K. J. Martijn/Romano, Roberta.* Institutional Investors and Proxy Voting on Compensation Plans: The Impact of the 2003 Mutual Fund Voting Disclosure Rule, *American Law and Economics Review* 13 (2011), 220–268.
- Cremers, Martijn/Ferreira, Miguel A./Matos, Pedro/Starks, Laura.* Indexing and active fund management: International evidence, *Journal of Financial Economics* 120 (2016), 539–560.
- Cremers, Martijn/Giambona, Erasmo/Sepe, Simone M./Wang, Ye.* Hedge Fund Activists: Value Creators or Good Stock Pickers?, SSRN-Arbeitspapier, ID 3614029 (2021), <https://papers.ssrn.com/abstract=3614029> (Abruf 27.5.2021).
- Cronqvist, Henrik/Yu, Frank.* Shaped by their daughters: Executives, female socialization, and corporate social responsibility, *Journal of Financial Economics* 126 (2017), 543–562.
- Curtis, Quinn/Fisch, Jill E./Robertson, Adriana.* Do ESG Mutual Funds Deliver on Their Promises?, *Michigan Law Review* 120 (2021), 393–450.
- Cvijanovic, Dragana/Dasgupta, Amil/Zachariadis, Konstantinos E.* The Wall Street Stampede: Exit as Governance with Interacting Blockholders, *Journal of Financial Economics* 144 (2022), 433–455.
- Cvijanović, Dragana/Dasgupta, Amil/Zachariadis, Konstantinos E.* Ties That Bind: How Business Connections Affect Mutual Fund Activism, *The Journal of Finance* 71 (2016), 2933–2966.
- Dahmen, Lennart.* Pflichten von Vermögensverwaltern und institutionellen Anlegern nach dem Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärs-rechterrichtlinie, *Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht* 2019, 117–120.
- Dai, Xin/Qiu, Yue.* Common Ownership and Corporate Social Responsibility, *The Review of Corporate Finance Studies* 10 (2021), 551–577.
- DAI. Virtuelle Hauptversammlungen 2020: Rückblick und Ausblick, https://www.dai.de/fileadmin/user_upload/210114_Studie_Virtuelle_Hauptversammlungen_2020_-_Rueckblick_und_Ausblick.pdf (Abruf 16.11.2021).

- Dasgupta, Amil/Fos, Vyacheslav/Sautner, Zacharias.* Institutional Investors and Corporate Governance, Foundations and Trends in Finance 12 (2021), 276–394.
- Dasgupta, Amil/Piacentino, Giorgia.* The Wall Street Walk when Blockholders Compete for Flows, The Journal of Finance 70 (2015), 2853–2896.
- Davies, Paul L.* The UK Stewardship Code 2010–2020: From Saving the Company to Saving the Planet?, in: *Grundmann, Stefan/Merkt, Hanno/Mülbert, Peter O. (Hrsg.)*, Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag am 24. August 2020 [FS Hopt], De Gruyter, Berlin 2020, 131–149.
- Davies, Paul L./Hopt, Klaus J.* Corporate Boards in Europe—Accountability and Convergence, The American Journal of Comparative Law 61 (2013), 301–375.
- Davis, Gerald F./Kim, E. Han.* Business ties and proxy voting by mutual funds, Journal of Financial Economics 85 (2007), 552–570.
- DeFond, Mark/Zhang, Jieying.* A review of archival auditing research, Journal of Accounting and Economics 58 (2014), 275–326.
- Del Guercio, Diane/Reuter, Jonathan.* Mutual Fund Performance and the Incentive to Generate Alpha, The Journal of Finance 69 (2014), 1673–1704.
- Del Guercio, Diane/Tkac, Paula A.* The Determinants of the Flow of Funds of Managed Portfolios: Mutual Funds vs. Pension Funds, The Journal of Financial and Quantitative Analysis 37 (2002), 523–557.
- Dent, George W. Jr.* A Defense of Proxy Advisors, Michigan State Law Review 2014, 1287–1330.
- Deubert, Michael/Förschle, Gerhart/Störk, Ulrich (Hrsg.)*. Sonderbilanzen: Von der Gründungsbilanz bis zur Liquidationsbilanz [Sonderbilanzen], C. H. Beck, München, 6. Aufl. 2021.
- Deutsche Börse. Guide to the DAX Equity Indices (2021), Version 11.2.5, jeweils aktuelle Version unter https://www.dax-indices.com/document/Resources/Guides/DAX_Equity_Indices.pdf (Abruf 16.11.2021).
- Dharmapala, Dhammika/Khanna, Vikramaditya S.* Controlling Externalities: Ownership Structure and Cross-Firm Externalities, ECGI Law Working Paper No 603/2021 (2021), <https://papers.ssrn.com/abstract=3904316> (Abruf 4.10.2021).
- Dietrich, David.* Änderungen bei der wertpapierhandelsrechtlichen Beteiligungstransparenz im Zusammenhang mit Investmentvermögen, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis 2016, 1612–1619.
- Dinter, Lasse/David, Daniel.* Das Recht hat man zu kennen – Zum Vorsatz bei bußgeldbewehrten Verstößen im Kapitalmarktrecht, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis 2017, 893–900.
- DIRK/IHS Markit. Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX 30 in 2019 – A joint study of HIS Markit and DIRK (2020), <https://cdn.ihsmarkit.com/www/pdf/0620/DAX-Study-DIRK-Conference-IHS-Markit.pdf> (Abruf 4.5.2022).
- DIRK/IHS Markit. Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX 30 in 2020 – A joint study of HIS Markit and DIRK (2021), https://www.dirk.org/wp-content/uploads/2021/06/DAX-Study-2020-Investoren-der-Deutschland-AG-8_0.pdf (Abruf 19.8.2021).

- Dobmeier, Ludwig/Lavrova, Renata/Schwetzer, Bernhard.* Index Fund and ETF Ownership and the German Market for Corporate Control, SSRN-Arbeitspapier, ID 3443622 (2019), <https://papers.ssrn.com/abstract=3443622> (Abruf 12.5.2021).
- Dörrwächter, Jan.* Dörrwächter: Aktien für den Aufsichtsrat, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2020, 370–376.
- Drerup, Tilman H.* Long-Term Effects of Hedge Fund Activism in Germany, SSRN-Arbeitspapier, ID 1718365 (2014), <https://papers.ssrn.com/abstract=1718365> (Abruf 27.5.2021).
- Dürr, Wolfram.* „Ethische Investmentfonds“ in Deutschland?, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis* 1991, 286–297.
- Durrani, Farooq.* Essays in Empirical Corporate Finance and Institutional Ownership, Diss. Temple University 2020. https://scholarshare.temple.edu/bitstream/handle/20.500.12613/307/Durrani_temple_0225E_14180.pdf (Abruf 25.5.2021).
- DWS. Active Ownership: Engagement and Proxy Voting Report 2020 (2021), <https://download.dws.com/download?elib-assetguid=33912b1e75694d8ca98bf63f42d19cee&&> (Abruf 22.11.2021).
- Dyck, Alexander/Lins, Karl V./Roth, Lukas/Wagner, Hannes.* Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence, *Journal of Financial Economics* 131 (2019), 693–714.
- Easterbrook, Frank H./Fischel, Daniel R.* *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge (MA)/London 1991.
- Easterbrook, Frank/Fischel, Daniel.* Mandatory Disclosure and the Protection of Investors, *Virginia Law Review* 70 (1984), 669.
- Eckstein, Asaf.* The Virtue of Common Ownership in an Era of Corporate Compliance, *Iowa Law Review* 105 (2019), 507–574.
- Edmans, Alex.* Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia, *The Journal of Finance* 64 (2009), 2481–2513.
- Edmans, Alex.* *Grow the pie: how great companies deliver both purpose and profit*, Cambridge University Press, Cambridge 2020.
- Edmans, Alex/Gabaix, Xavier/Jenter, Dirk.* Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence, in: *Hermalin, Benjamin E./Weisbach, Michael S., The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, Volume 1, Elsevier, Amsterdam 2017, 383–539.
- Edmans, Alex/Gabaix, Xavier/Landier, Augustin.* A Multiplicative Model of Optimal CEO Incentives in Market Equilibrium, *The Review of Financial Studies* 22 (2009), 4881–4917.
- Edmans, Alex/Holderness, Clifford G.* Blockholders: A Survey of Theory and Evidence, in: *Hermalin, Benjamin E./Weisbach, Michael S., The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, Volume 1, Elsevier, Amsterdam 2017, 541–636.
- Edmans, Alex/Levit, Doron/Reilly, Devin.* Governance Under Common Ownership, *The Review of Financial Studies* 32 (2019), 2673–2719.

- Edmans, Alex/Manso, Gustavo.* Governance Through Trading and Intervention: A Theory of Multiple Blockholders, *The Review of Financial Studies* 24 (2011), 2395–2428.
- Eggers, Frank/de Raet, Tobias.* Das Recht börsennotierter Gesellschaften zur Identifikation ihrer Aktionäre gemäß der EU-Aktionärsrechterichtlinie, *Die Aktiengesellschaft* 2017, 464–472.
- Eidenmüller, Horst.* Effizienz als Rechtsprinzip – Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts, *Mohr Siebeck*, 4. Aufl., Tübingen 2015.
- Einsele, Dorothee.* Inhaberaktien vs. Namensaktien: Publizität und Legitimation der Aktionäre, *Juristen-Zeitung* 2019, 121–130.
- Ekkenga, Jens.* Investmentfonds als neue Kontrollagenten einer „nachhaltigen“ Realwirtschaft: Sinnvolle Instrumentalisierung oder schrittweise Demontage der Kapitalmärkte in Europa?, *Wertpapier-Mitteilungen* 2020, 1664–1674.
- Elhauge, Einer.* Horizontal Shareholding, *Harvard Law Review* 129 (2016), 1267–1317.
- Elhauge, Einer.* How Horizontal Shareholding Harms Our Economy – And Why Antitrust Law Can Fix It, *Harvard Business Law Review* 2020, 209–286.
- Elhauge, Einer.* The Causal Mechanisms of Horizontal Shareholding, *Ohio State Law Journal* 82 (2021), 1–76.
- Elton, Edwin J./Gruber, Martin J./de Souza, Andre.* Are enhanced index funds enhanced?, SSRN-Arbeitspapier, ID 3893695 (2021), <https://papers.ssrn.com/abstract=3893695> (Abruf 4.10.2021).
- Emde, Thomas/Dornseifer, Frank/Dreibus, Alexandra (Hrsg.).* Kapitalanlagegesetz Kommentar [EDD], C. H. Beck, 2. Aufl. 2019.
- Emmerich, Volker/Habersack, Mathias (Hrsg.).* Aktien- und GmbH-Konzernrecht, C. H. Beck, München, 9. Aufl. 2019.
- Engert, Andreas.* Hedgefonds als aktivistische Aktionäre, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis* 2006, 2105–2113.
- Engert, Andreas.* Shareholder Activism in Germany, in: *Fleischer, Holger/Kanda, Hideki/Kim, Kon Sik/Mülbelt, Peter (Hrsg.), German and East Asian Perspectives on Corporate and Capital Market Law: Investors versus Companies [Investors versus Companies]*, Mohr Siebeck, Tübingen 2019, 3–44.
- Engert, Andreas/Florstedt, Tim.* Which related party transactions should be subject to ex ante review? Evidence from Germany, *Journal of Corporate Law Studies* 20 (2020), 263–290.
- Enriques, Luca/Romano, Alessandro.* Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective, *University of Illinois Law Review* 2019 (2019), 223–268.
- Enriques, Luca/Romano, Alessandro.* Rewiring Corporate Law for an Interconnected World, *Arizona Law Review* 64 (2022), 51–87.
- Enriques, Luca/Tröger, Tobias H.* The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions – An Introduction, in: *Enriques, Luca/Tröger, Tobias H. (Hrsg.), The Law and Finance of Related Party Transactions*, CUP, Cambridge 2020, 1–20.

- Eppler, Martin J./Mengis, Jeanne.* The Concept of Information Overload: A Review of Literature from Organization Science, Accounting, Marketing, MIS, and Related Disciplines, *The Information Society* 20 (2004), 325–344.
- ESRB. Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system (2016), <https://data.europa.eu/doi/10.2849/56005> (Abruf 16.11.2021).
- Evans, Allison L.* Portfolio Manager Ownership and Mutual Fund Performance, *Financial Management* 37 (2008), 513–534.
- Evans, Richard B./Karakas, Oğuzhan/Moussawi, Rabih/Young, Michael.* Phantom of the Opera: ETF Shorting and Shareholder Voting, ECGI Finance Working Paper No 763/2021 (2022), <https://papers.ssrn.com/abstract=3345799> (Abruf 26.8.2022).
- EY. Study on directors' duties and sustainable corporate governance (2020), <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en> (Abruf 20.12.2021).
- EY. Wem gehört der DAX? (2019), https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/de_de/news/2019/06/ey-wem-gehoert-der-dax-2019.pdf (Abruf 10.12.2021).
- Faccio, Mara/Marchica, Maria-Teresa/Mura, Roberto.* Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking, *The Review of Financial Studies* 24 (2011), 3601–3641.
- Fama, Eugene F.* Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance* 25 (1970), 383–417.
- Fama, Eugene F.* Efficient Capital Markets: II, *The Journal of Finance* 46 (1991), 1575–1617.
- Farizo, Joseph.* (Black)Rock the Vote: Index Funds and Opposition to Management, SSRN-Arbeitspapier, ID 3559783 (2022) (erscheint in *Journal of Corporate Finance*), <https://papers.ssrn.com/abstract=3559783> (Abruf 25.8.2022).
- Faure, Anna.* Verantwortung institutioneller Aktionäre im deutschen Aktienrecht, Nomos, Baden-Baden 2019.
- Ferreira, Miguel A./Matos, Pedro.* The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world, *Journal of Financial Economics* 88 (2008), 499–533.
- Fichtner, Jan/Heemskerk, Eelke M.* The New Permanent Universal Owners: Index funds, patient capital, and the distinction between feeble and forceful stewardship, *Economy and Society* 49 (2020), 493–515.
- Fichtner, Jan/Heemskerk, Eelke M./Garcia-Bernardo, Javier.* Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk, *Business and Politics* 2017, 298–326.
- Fisch, Jill E.* The Uncertain Stewardship Potential of Index Funds, in: *Katelouzou, Dionysia/Puchniak, Dan W. (Hrsg.)*, *Global Shareholder Stewardship*, Cambridge University Press, Cambridge 2022, S. 454–470.
- Fisch, Jill E./Hamdani, Asaf/Solomon, Steven Davidoff.* The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors, *University of Pennsylvania Law Review* 168 (2019), 17–72.

- Fischer, Sebastian.* Monistische Unternehmensverfassung: Ökonomische Analyse und Plädoyer für ein Wahlrecht im deutschen Aktienrecht, Carl Heymanns, Köln 2010.
- Fisher, Irving.* The Theory of Interest, MacMillan, New York 1930.
- Fleischer, Holger.* Corporate Purpose: Ein Management-Konzept und seine gesellschaftsrechtlichen Implikationen, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis 2021, 5–15.
- Fleischer, Holger.* Investor Relations und informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2009, 505–541.
- Fleischer, Holger.* Zur Rolle und Regulierung von Stimmrechtsberatern (Proxy Advisors) im deutschen und europäischen Aktien- und Kapitalmarktrecht, Die Aktiengesellschaft 2012, 2–11.
- Fleischer, Holger/Bauer, Leopold/Wansleben, Till.* Investorenkontakte des Aufsichtsrats: Zulässigkeit und Grenzen, Der Betrieb 2015, 360–368.
- Fleischer, Holger/Strothotte, Christian.* Ein Stewardship Code für institutionelle Investoren: Wohlverhaltensregeln und Offenlegung der Abstimmungspolitik als Vorbild für Deutschland und Europa?, Die Aktiengesellschaft 2011, 221–233.
- Florstedt, Tim.* Aktionärsvoten zur Vergütung und Common Ownership, Gefahren die neuen Say on Pay-Beschlüsse den Wettbewerb? Zur Bedeutung von indirekten Horizontalverflechtungen für das ARUG II, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis 2019, 1693–1698.
- Foerster, Max.* Identifizierung der Aktionäre nach der Änderungsrichtlinie zur Aktionärsrechterichtlinie (2. ARRL) und dem Referentenentwurf ARUG II, Die Aktiengesellschaft 2019, 17–23.
- Forstmoser, Peter.* Exit oder Voice? Das Dilemma institutioneller Investoren, in: *Bucher, Eugen/Canaris, Claus-Wilhelm/Honsell, Heinrich/Koller, Thomas (Hrsg.), Norm und Wirkung, Festschrift für Wolfgang Wiegand zum 65. Geburtstag, Stämpfli/C. H. Beck, Bern/München 2005, 785–821.*
- Fox, Merritt B./Patel, Menesh S.* Common Ownership: Do Managers Really Compete Less?, Yale Journal on Regulation 39 (2022), 136–227.
- Franco, Joseph A.* Bending the Investment Advisers Act's Regulatory Arc, Fordham Journal of Corporate and Financial Law 26 (2021), 1–104.
- Franks, Julian.* Institutional ownership and governance, Oxford Review of Economic Policy 36 (2020), 258–274.
- Franks, Julian/Mayer, Colin/Wagner, Hannes F.* The Survival of the Weakest: Flourishing Family Firms in Germany, Journal of Applied Corporate Finance 27 (2015), 27–35.
- FRC. The UK Stewardship Code (2010), <https://www.frc.org.uk/getattachment/e223e152-5515-4cdc-a951-da33e093eb28/UK-Stewardship-Code-July-2010.pdf> (Abruf 1.12.2021).
- FRC. The UK Stewardship Code (2020), https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code_Final2.pdf (Abruf 1.12.2021).

- Freeman, Kayla.* Overlapping Ownership Along the Supply Chain, Kelley School of Business Research Paper No 16–84 (2022), <https://papers.ssrn.com/abstract=2873199> (Abruf 26.8.2022).
- Freitag, Robert.* Das Investmentstatut, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 184 (2020), 139–179.
- Freitag, Robert.* Neue Publizitätspflichten für institutionelle Anleger?, Die Aktiengesellschaft 2014, 647–655.
- French, Kenneth R.* Presidential Address: The Cost of Active Investing, The Journal of Finance 63 (2008), 1537–1573.
- Friedman, Henry L./Mabieux, Lucas.* How disclosure impacts monitoring spillovers between competing passive and active funds, SSRN-Arbeitspapier, ID 3730578 (2021), <https://papers.ssrn.com/abstract=3730578> (Abruf 18.11.2021).
- FTSE Russell. Russell U.S. Equity Indexes: Construction and Methodology (Stand Oktober 2021), <https://research.ftserussell.com/products/downloads/Russell-US-indexes.pdf> (Abruf 10.12.2021).
- Fu, Richard/Wedge, Lei.* Managerial ownership and the disposition effect, Journal of Banking & Finance 35 (2011), 2407–2417.
- Gantchev, Nickolay/Gredil, Oleg R./Jotikasthira, Chotibhak.* Governance under the Gun: Spillover Effects of Hedge Fund Activism, Review of Finance 23 (2019), 1031–1068.
- Gantchev, Nickolay/Jotikasthira, Chotibhak.* Institutional Trading and Hedge Fund Activism, Management Science 64 (2018), 2930–2950.
- Ganzer, Felix.* Identifikation von Aktionären nach ARUG II, Die Aktiengesellschaft 2021, 543–547.
- Gårleanu, Nicolae/Pedersen, Lasse Heje.* Active and Passive Investing: Understanding Samuelson’s Dictum, The Review of Asset Pricing Studies 12 (2022), 389–446.
- Gentz, Manfred.* Aufsichtsrat und Vorstand im Wandel der Zeit, Kurvenlage: Halbjahresbericht des Deutschen Aktieninstituts (1. Halbjahr) 2016, 37–39.
- Ghosh, Alope/Karuna, Christo/Tian, Feng.* Causes and Consequences of the CEO Also Being the Chair of the Board, Journal of Management Accounting Research 27 (2015), 197–223.
- Gibbon, Alexandra J./Schain, Jan Philip.* Rising Markups, Common Ownership, and Technological Capacities, DICE Discussion Paper No 340 (2021), <https://papers.ssrn.com/abstract=3622912> (Abruf 16.11.2021).
- Gilje, Erik P./Gormley, Todd A./Levit, Doron.* Who’s Paying Attention? Measuring Common Ownership and Its Impact on Managerial Incentives, Journal of Financial Economics 137 (2020), 152–178.
- Gilson, Ronald J./Gordon, Jeffrey N.* The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights, Columbia Law Review 113 (2013), 863–927.
- Gilson, Ronald J./Kraakman, Reinier.* The Mechanisms of Market Efficiency, Virginia Law Review 70 (1984), 549–644.

- Gilson, Ronald J./Kraakman, Reinier.* The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias, *The Journal of Corporation Law* 28 (2003), 715–742.
- Gipper, Brandon/Leuz, Christian/Maffett, Mark.* Public Oversight and Reporting Credibility: Evidence from the PCAOB Audit Inspection Regime, *The Review of Financial Studies* 33 (2020), 4532–4579.
- Glossner, Simon.* Russell Index Reconstitutions, Institutional Investors, and Corporate Social Responsibility, SSRN-Arbeitspapier, ID 3180776 (2020) (erscheint in *Critical Finance Review*), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3180776 (Abruf 4.5.2021).
- Goette, Wulf v./Habersack, Mathias/Kalss, Susanne (Hrsg.).* Münchener Kommentar zum Aktiengesetz [MüKoAktG], C. H. Beck, München, Band I: 5. Aufl. 2019.
- Gomtsian, Suren.* Different visions of stewardship: understanding interactions between large investment managers and activist shareholders, *Journal of Corporate Law Studies* __ (2021), __ (vorab online), <https://doi.org/10.1080/14735970.2021.1991090> (Abruf 19.11.2021).
- Gomtsian, Suren.* Voting Engagement by Large Institutional Investors, *Journal of Corporation Law* 45 (2019), 659–714.
- González-Uribe, Juanita.* Exchanges of innovation resources inside venture capital portfolios, *Journal of Financial Economics* 135 (2020), 144–168.
- Gordon, Jeffrey N.* Systematic Stewardship, ECGI Law Working Paper No 566/2021 (2022) (erscheint in *Journal of Corporation Law*), <https://papers.ssrn.com/abstract=3782814> (Abruf 26.8.2022).
- Gordon, Roger H.* Do Publicly Traded Corporations Act in the Public Interest?, NBER Working Paper No 3303 (1990), <http://www.nber.org/papers/w3303> (Abruf 13.10.2020).
- Gormley, Todd A./Gupta, Vishal K./Matsa, David A./Mortal, Sandra/Yang, Lukai.* The Big Three and Board Gender Diversity: The Effectiveness of Shareholder Voice, ECGI Finance Working Paper No 714/2020 (2021), <https://papers.ssrn.com/abstract=3724653> (Abruf 23.11.2021).
- Gosben, Zohar/Levit, Doron.* Common Ownership and the Decline of the American Worker, SSRN-Arbeitspapier, ID 3832069 (2021), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3832069 (Abruf 27.4.2021).
- Graßl, Bernd/Nikoleyczik, Tobias.* Shareholder Activism und Investor Activism, *Die Aktiengesellschaft* 2017, 49–60.
- Griffin, Caleb N.* Environmental & Social Voting at Index Funds, *Delaware Journal of Corporate Law* 44 (2020), 167–222.
- Griffin, Caleb.* We Three Kings: Disintermediating Voting at the Index Fund Giants, *Maryland Law Review* 79 (2020), 954.
- Griffith, Sean J.* Opt-in Stewardship: Toward an Optimal Delegation of Mutual Fund Voting Authority, *Texas Law Review* 98 (2019), 983–1048.
- Griffith, Sean J./Lund, Dorothy S.* Conflicted Mutual Fund Voting in Corporate Law, *Boston University Law Review* 99 (2019), 1151–1192.
- Grigoleit, Hans-Christoph (Hrsg.).* Aktiengesetz, C.H. Beck, München, 2. Aufl. 2020.

- Gröntgen, Florian. Operativer shareholder activism: eine rechtliche Analyse des Zusammenspiels von aktivistischen Aktionären und Verwaltungsorganen unter Einbeziehung von Aktionärsrechterichtlinie und ARUG II (RegE), Carl Heymanns, Köln 2020.
- Grossman, Sanford J. The Informational Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality, *The Journal of Law & Economics* 24 (1981), 461–483.
- Grossman, Sanford J./Hart, Oliver D. Disclosure Laws and Takeover Bids, *The Journal of Finance* 35 (1980), 323–334.
- Grossman, Sanford J./Hart, Oliver D. Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, *The Bell Journal of Economics* 11 (1980), 42–64.
- Grossman, Sanford J./Stiglitz, Joseph E. On Value Maximization and Alternative Objectives of the Firm, *The Journal of Finance* 1977, 389–402.
- Grossman, Sanford J./Stiglitz, Joseph E. Stockholder Unanimity in Making Production and Financial Decisions, *The Quarterly Journal of Economics* 94 (1980), 543–566.
- Gruber, Martin J. Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds, *The Journal of Finance* 51 (1996), 783–810.
- Gsell, Beate. Informationspflichten im europäischen Verbraucherrecht, *Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft* 2022, 130–153.
- Gump, Tobias. Beteiligungstransparenz und Informationseffizienz – regulierungstheoretische und rechtsökonomische Reformvorschläge, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2020, 103–114.
- Habersack, Mathias/Mülbert, Peter O./Schlitt, Michael (Hrsg.). *Handbuch der Kapitalmarktinformation*, C. H. Beck, München, 3. Aufl. 2020.
- Hamann, Hanjo. Evidenzbasierte Jurisprudenz – Methoden empirischer Forschung und ihr Erkenntniswert für das Recht am Beispiel des Gesellschaftsrechts, Mohr Siebeck, Tübingen 2014.
- Hamdani, Assaf/Hannes, Sharon. The Future of Shareholder Activism, *Boston University Law Review* 99 (2019), 971–1000.
- Han, Jiawei/Kamber, Micheline/Pei, Jian. *Data Mining: Concepts and Techniques*, Elsevier, Amsterdam u.a., 3. Aufl. 2012.
- Hansen, Robert G./Lott, John R. Externalities and Corporate Objectives in a World with Diversified Shareholder/Consumers, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 1996, 43–68.
- Happ, Wilhelm. Zum Regierungsentwurf eines Wertpapierhandelsgesetzes, *Juristen-Zeitung* 1994, 240–246.
- Harenberg, Paul. Corporations for Future? – Die Zielfunktion der deutschen Aktiengesellschaft im Spiegel unternehmenstheoretischer Überlegungen, *Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft* 2020, 393–446.
- Harford, Jarrad/Jenter, Dirk/Li, Kai. Institutional cross-holdings and their effect on acquisition decisions, *Journal of Financial Economics* 99 (2011), 27–39.
- Hart, Oliver D. On Shareholder Unanimity in Large Stock Market Economies, *Econometrica* 47 (1979), 1057–1083.

- Hart, Oliver D. Regulation and Sarbanes-Oxley, *Journal of Accounting Research* 47 (2009), 437–445.
- Hart, Oliver D./Zingales, Luigi. Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value, *Journal of Law, Finance, and Accounting* 2 (2017), 247–275.
- He, Jie/Huang, Jiekun/Zhao, Shan. Internalizing governance externalities: The role of institutional cross-ownership, *Journal of Financial Economics* 134 (2019), 400–418.
- He, Jie/Liang, Lantian/Wang, Hui/Xia, Han. Networking Behind the Scenes: Institutional Cross-Industry Holdings and Information Frictions in Corporate Loans, SSRN-Arbeitspapier, ID 3486597 (2021), <https://papers.ssrn.com/abstract=3486597> (Abruf 20.5.2021).
- He, Jie/Xia, Han/Zhao, Yabo. "Prop-and-Run" through Media Tone: Institutional Trading Strategies during Corporate Litigation, SSRN-Arbeitspapier, ID 3584740 (2021), <https://papers.ssrn.com/abstract=3584740> (Abruf 26.8.2021).
- Heath, Davidson/Macciocchi, Daniele/Michaely, Roni/Ringgenberg, Matthew C. Do Index Funds Monitor?, *The Review of Financial Studies* 35 (2022), 91–131.
- Hein, Hauke. Die Stewardship-Verantwortung institutioneller Investoren: Plädoyer für einen aktienrechtkonformen Deutschen Stewardship Kodex, Tectum, Baden-Baden 2018.
- Heinen, Vanda. Die Rolle institutioneller Investoren und Stimmrechtsberater in der deutschen Corporate Governance [Institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater], Springer, Wiesbaden 2019.
- Heinrich, Tobias A. Kapitalmarktrechtliche Transparenzbestimmungen und die Offenlegung von Beteiligungsverhältnissen – Eine rechtsvergleichende Untersuchung des europäischen, deutschen, englischen und US-amerikanischen Rechts, Peter Lang, Frankfurt 2005.
- Hell, Patrick. Institutionelle Investoren, Stewardship und ESG, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2019, 338–342.
- Hellgardt, Alexander. Der europäische Rechtsrahmen für Verbriefungen, *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2018, 709–716.
- Hemphill, C. Scott/Kaban, Marcel. Endogenous Choice of Stakes Under Common Ownership, *University of Chicago Business Law Review* 1 (2022), 217–231.
- Hemphill, C. Scott/Kaban, Marcel. The Strategies of Anticompetitive Common Ownership, *Yale Law Journal* 129 (2020), 1392–1459.
- Henssler, Martin/Strohn, Lutz (Hrsg.). *Gesellschaftsrecht*, C. H. Beck, München, 5. Aufl. 2021.
- Herz, Wiss Pirmin Jonas. Informationelle Gleichbehandlung und Informationsprivilegien im Aktienrecht, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2020, 285–291.
- Heuser, Moritz. *Shareholder Activism: Aktienrechtliche Schranken für Anteilseigneraktivismus*, Carl Heymanns, Köln 2012.
- Hill, Jennifer G. The Conundrum of Common Ownership, *Vanderbilt Journal of Transnational Law* 53 (2020), 881–906.

- Hirschman, Albert O. *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Harvard University Press, Cambridge (MA) 1970.
- Hirschman, Albert O. *The Paternity of an Index*, *The American Economic Review* 54 (1964), 761–762.
- Hirt, Hans-Christoph. *Perspektive aus der Praxis: Das Verhältnis zwischen institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern als Ansatzpunkt zur Weiterentwicklung der Corporate Governance*, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2012, 280–290.
- Hirt, Hans-Christoph/Hopt, Klaus J./Mattheus, Daniela. *Dialog zwischen dem Aufsichtsrat und Investoren*, *Die Aktiengesellschaft* 2016, 725–739.
- Hirte, Heribert/Heidel, Thomas (Hrsg.). *Das neue Aktienrecht nach ARUG II und Corona-Gesetzgebung – Handkommentar*, Nomos, Baden-Baden 2020.
- Hirte, Heribert/Mülbert, Peter O./Roth, Markus (Hrsg.). *Großkommentare der Praxis: Aktiengesetz [GK-AktG]*, De Gruyter, §§ 95–116 AktG, Berlin, Sonderdruck aus 5. Aufl. 2019.
- Hitz, Joerg-Markus/Lehmann, Nico. *Empirical Evidence on the Role of Proxy Advisors in European Capital Markets*, *European Accounting Review* 27 (2018), 713–745.
- Hoepner, Andreas G. F./Oikonomou, Ioannis/Sautner, Zacharias/Starks, Laura T./Zhou, Xiaoyan. *ESG Shareholder Engagement and Downside Risk*, ECGI Finance Working Paper No 671/2020 (2022), <https://papers.ssrn.com/abstract=2874252> (Abruf 26.8.2022).
- Hoffmann-Becking, Michael (Hrsg.). *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4: Aktiengesellschaft [MHdBGesR-AktG]*, C. H. Beck, München, 5. Aufl. 2020.
- Holderness, Clifford G. *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, *The Review of Financial Studies* 22 (2009), 1377–1408.
- Hommelhoff, Peter. *Aktuelle Impulse aus dem europäischen Unternehmensrecht: Eine Herausforderung für Deutschland*, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2015, 1329–1336.
- Hommelhoff, Peter. *Corporate Governance – Entwicklungen im Unionsrecht*, in: VGR (Hrsg.), *Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2011*, Otto Schmidt, Köln 2012, 175–196.
- Hong, Harrison/Kostovetsky, Leonard. *Red and blue investing: Values and finance*, *Journal of Financial Economics* 103 (2012), 1–19.
- Hopt, Klaus J. *Der Aufsichtsrat: Bedeutungswandel, Konvergenz, unternehmerische Mitverantwortung, Pflichten- und Haftungszuwachs*, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2019, 507–543.
- Hopt, Klaus J./Leyens, Patrick C. *The Structure of the Board of Directors: Boards and Governance Strategies in the US, the UK and Germany*, ECGI Law Working Paper 567/2021 (2021) (erschieden in: *Afsharipour/Gelter (Hrsg.), Research Handbook on Comparative Corporate Governance*), <https://papers.ssrn.com/abstract=3804717> (Abruf 7.6.2021).

- Hou, Wenxuan/Zhang, Xiaoyu. Passive Investors and Corporate Social Responsibility: a Risk-Management Perspective, SSRN-Arbeitspapier, ID 2827052 (2021), <https://papers.ssrn.com/abstract=2827052> (Abruf 3.5.2021).
- Hshieh, Shenje/Li, Jiasun/Tang, Yingcong. How do passive funds act as active owners? Evidence from mutual fund voting records, *Journal of Corporate Finance* 66 (2020), 101692.
- Hu, Edwin/Mitts, Joshua/Sylvester, Haley. Index-Fund Governance: An Empirical Study of the Lending-Voting Tradeoff, NYU Law and Economics Research Paper No 20–52 (2021), <https://papers.ssrn.com/abstract=3673531> (Abruf 29.5.2021).
- Hu, Gang/Jo, Koren M./Wang, Yi Alex/Xie, Jing. Institutional trading and Abel Noser data, *Journal of Corporate Finance* 52 (2018), 143–167.
- Huang, Jennifer/Wei, Kelsey D./Yan, Hong. Participation Costs and the Sensitivity of Fund Flows to Past Performance, *The Journal of Finance* 62 (2007), 1273–1311.
- Hüffer, Uwe/Koch, Jens (Hrsg.). *Aktiengesetz*, C. H. Beck, München, 15. Aufl. 2021.
- İlhan, Emirhan/Krueger, Philipp/Sautner, Zacharias/Starks, Laura T. Climate Risk and Institutional Investors, ECGI Finance Working Paper No 661/2020 (2021), <https://papers.ssrn.com/abstract=3437178> (Abruf 9.12.2021).
- İliev, Peter/Kalodimos, Jonathan/Lowry, Michelle. Investors' Attention to Corporate Governance, *The Review of Financial Studies* 34 (2021), 5581–5628.
- İliev, Peter/Lowry, Michelle. Are Mutual Funds Active Voters?, *The Review of Financial Studies* 28 (2015), 446–485.
- Illner, Torben/Hoffmann, Jürgen. Regierungsentwurf zum ARUG II: Bußgeld- und Haftungsrisiken und Folgen für die Hauptversammlung, *Zeitschrift für Wirtschaftsstrafrecht* 2019, 81–90.
- İmbens, Guido W./Lemieux, Thomas. Regression discontinuity designs: A guide to practice, *Journal of Econometrics* 142 (2008), 615–635.
- İnci, Serdar. Shareholder Engagement: Chancen, Risiken und Kompatibilität mit der deutschen Corporate Governance, Nomos, Baden-Baden 2018.
- İselin, Michael/Liao, Scott/Zhang, Haiwen. Common Mutual Fund Ownership and Systemic Risk, *Contemporary Accounting Research* 38 (2021), 2157–2191.
- İsraeli, Doron/Lee, Charles M. C./Sridharan, Subas A. Is there a dark side to exchange traded funds? An information perspective, *Review of Accounting Studies* 22 (2017), 1048–1083.
- Jackson, Howell E./Roe, Mark J. Public and private enforcement of securities laws: Resource-based evidence, *Journal of Financial Economics* 93 (2009), 207–238.
- Jäger, Axel. Die Beratung des Vorstands als Teil der Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats, *Deutsches Steuerrecht* 1996, 671–676.
- Jahnke, Patrick. Ownership concentration and institutional investors' governance through voice and exit, *Business and Politics* 21 (2019), 327–350.
- Jensen, Michael C. Organization Theory and Methodology, *The Accounting Review* 58 (1983), 319–339.

- Jensen, Michael C./Meckling, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3 (1976), 305–360.
- Jensen, Michael C./Ruback, Richard S. The market for corporate control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics* 11 (1983), 5–50.
- Johnson, Simon/La Porta, Rafael/Lopez-de-Silanes, Florencio/Shleifer, Andrei. Tunneling, *American Economic Review* 90 (2000), 22–27.
- Johnston, Andrew/Belingá, Rachele/Segrestin, Blanche. Governing institutional investor engagement: from activism to stewardship to custodianship?, *Journal of Corporate Law Studies* __ (2021), __ (vorab online), <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/14735970.2021.1965338> (Abruf 26.8.2022).
- Jones, Sheldon A./Moret, Laura M./Storey, James M. The Massachusetts Business Trust and Registered Investment Companies, *Delaware Journal of Corporate Law* 13 (1988), 421–458.
- Kacperczyk, Marcin T./Nosal, Jaromir B./Sundaresan, Savitar. Market Power and Price Informativeness, SSRN-Arbeitspapier, ID 3137803 (2022), <https://papers.ssrn.com/abstract=3137803> (Abruf 26.8.2022).
- Kahan, Marcel/Rock, Edward B. Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, *University of Pennsylvania Law Review* 155 (2006), 1021–1094.
- Kahan, Marcel/Rock, Edward B. Systemic Stewardship with Tradeoffs, *NYU Law and Economics Research Paper No 22–01* (2022), <https://papers.ssrn.com/abstract=3974697> (Abruf 25.6.2022).
- Kalls, Susanne. Aktionärsinformation, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2020, 217–237.
- Kaplow, Louis/Shavell, Steven. Fairness versus Welfare, *Harvard Law Review* 114 (2001), 961–1388.
- Kastiel, Kobi. Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies, *Columbia Business Law Review* 2016, 60–153.
- Katelouzou, Dionysia/Puchniak, Dan W. Global Shareholder Stewardship: Complexities, Challenges, and Possibilities, in: *Katelouzou, Dionysia/Puchniak, Dan W. (Hrsg.), Global Shareholder Stewardship*, Cambridge University Press, Cambridge 2022, S. 3–43.
- Katelouzou, Dionysia/Sergakis, Konstantinos. When Harmonization is Not Enough: Shareholder Stewardship in the European Union, *European Business Organization Law Review* 22 (2021), 203–240.
- Kedia, Simi/Rajgopal, Shivaram/Zhou, Xing. Large shareholders and credit ratings, *Journal of Financial Economics* 124 (2017), 632–653.
- Kedia, Simi/Starks, Laura T./Wang, Xianjue. Institutional Investors and Hedge Fund Activism, *The Review of Corporate Finance Studies* 10 (2021), 1–43.
- Keswani, Aneel/Tran, Anh/Volpin, Paolo. Institutional Debtholder Governance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 56 (2020), 2103–2135.
- Khorana, Ajay/Servaes, Henri/Wedge, Lei. Portfolio manager ownership and fund performance, *Journal of Financial Economics* 85 (2007), 179–204.

- Kindler, Alexander.* Der amerikanische Aufsichtsrat – Der Funktionswandel des Board of Directors großer Aktiengesellschaften in den USA, Diss. Erlangen-Nürnberg 1997.
- Klöhn, Lars.* Informelle Bankregulierung durch die BaFin – Dogmatische Einordnung und ökonomischer Hintergrund, Rechtswirkungen und Rechtsschutz – Teil I, Wertpapier-Mitteilungen 2021, 1457–1465.
- Klöhn, Lars.* Passive Investoren, Aktivisten und die Reform des deutschen Hauptversammlungsrechts, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 185 (2021), 183–225.
- Klöhn, Lars/Schwarz, Philip.* Die Regulierung institutioneller Stimmrechtsberater, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis 2012, 149–158.
- Knickerbocker, Daniel Candee Jr.* Trust Law with a Difference: An Overview of ERISA Fiduciary Responsibility, Real Property, Probate and Trust Journal 23 (1988), 633–678.
- Koch, Christopher/Rothacker, Vanda/Scharfbillig, Mario.* Do local proxy advisors matter? – Evidence from Germany, Accounting and Business Research __ (2021), __ (vorab online), <https://doi.org/10.1080/00014788.2021.1946382> (Abruf 19.11.2021).
- Koch, Jens.* Der Kapitalanleger als Corporate Governance-Akteur im Rahmen der neuen §§ 134 a ff. AktG, Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht 2020, 1–9.
- Koch, Jens.* Informationsweitergabe und Informationsasymmetrien im Gesellschaftsrecht, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2020, 183–216.
- Koch, Jens.* Investorengespräche des Aufsichtsrats, Die Aktiengesellschaft 2017, 129–141.
- Kraus, Alan/Rubin, Amir.* Reducing managers' incentives to cannibalize: Managerial stock options when shareholders are diversified, Journal of Financial Intermediation 19 (2010), 439–460.
- Kremer, Thomas/Bachmann, Gregor/Lutter, Marcus/v. Werder, Axel (Hrsg.).* Deutscher Corporate Governance Kodex: Kodex-Kommentar [KBLW], C. H. Beck, München, 8. Aufl. 2021.
- Kuntz, Thilo.* Kommunikation mit Aktionären nach ARUG II, Die Aktiengesellschaft 2020, 18–35.
- Laby, Arthur B.* SEC v. Capital Gains Research Bureau and the Investment Advisers Act of 1940, Boston University Law Review 91 (2011), 1052–1104.
- Laby, Arthur B.* The fiduciary structure of investment management regulation, in: *Birdthistle, William A./Morley, John* (Hrsg.), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds, Edward Elgar, Northampton (MA) 2018, 79–110.
- Lambert, Thomas A./Sykuta, Michael E.* The Case for Doing Nothing about Institutional Investors' Common Ownership of Small Stakes in Competing Firms, Virginia Law and Business Review 13 (2019), 213–278.
- Lanfermann, Georg/Schmidt, Rüdiger.* Finale EU-Vorgaben für die ESEF-Berichtspflicht ab 2020: Muss es sein? Es muss sein!, Betriebs-Berater 2019, 1707–1711.

- Lenke, Thomas P./Lins, Gerald T.* Disclosure of Equity Holdings by Institutional Investment Managers: An Analysis of Section 13(f) of the Securities Exchange Act of 1934, *The Business Lawyer* 43 (1987), 93–119.
- Lettau, Martin/Madbavan, Ananth.* Exchange-Traded Funds 101 for Economists, *Journal of Economic Perspectives* 32 (2018), 135–154.
- Leuz, Christian/Wysocki, Peter D.* The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research, *Journal of Accounting Research* 54 (2016), 525–622.
- Lewellen, Jonathan/Lewellen, Katharina.* Institutional Investors and Corporate Governance: The Incentive to Be Engaged, *The Journal of Finance* 77 (2022), 213–264.
- Leyens, Patrick C.* Der UK Stewardship Code 2020 – Hintergründe, Konzeption und Berichtspflichten im Vergleich zu §§ 134a bis 134c AktG, in: *Grundmann, Stefan/Merkt, Hanno/Mülbert, Peter O. (Hrsg.)*, Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag am 24. August 2020 [FS Hopt], De Gruyter, Berlin 2020, 709–734.
- Li, Qingyuan/Ni, Xiaoran/Yeung, P. Eric/Yin, David.* The Information Advantage of Industry Common Blockholders and Its Stabilizing Effect on Stock Price Crash Risk, SSRN-Arbeitspapier, ID 3871539 (2022), <https://papers.ssrn.com/abstract=3871539> (Abruf 26.8.2022).
- Li, Xuelin/Liu, Tong/Taylor, Lucian A.* Common Ownership and Innovation Efficiency, SSRN-Arbeitspapier, ID 3479439 (2022), <https://papers.ssrn.com/abstract=3479439> (Abruf 26.8.2022).
- Lieder, Jan.* Unternehmerische Entscheidungen des Aufsichtsrats, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2018, 523–583.
- Lintner, John.* The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *The Review of Economics and Statistics* 47 (1965), 13–37.
- Lipton, Ann M.* Family Loyalty: Mutual Fund Voting and Fiduciary Obligation, *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law* 19 (2017), 175–203.
- Lipton, Ann M.* Not Everything Is about Investors: The Case for Mandatory Stakeholder Disclosure, *Yale Journal on Regulation* 37 (2020), 499–572.
- Lopez, Angel L./Vives, Xavier.* Overlapping Ownership, R&D Spillovers, and Antitrust Policy, *Journal of Political Economy* 127 (2019), 2394–2437.
- Lu, Ruichang/Shen, Qiaowei/Wang, Tenghui/Zhang, Xiaojun.* Frenemies: Corporate Advertising Under Common Ownership, *Management Science* 68 (2022), 4645–4669.
- Lund, Dorothy S.* Passive Investing and Corporate Governance: A Law and Economics Analysis, SSRN-Arbeitspapier, ID 3623381 (2020), <https://papers.ssrn.com/abstract=3623381> (Abruf 4.12.2020).
- Lund, Dorothy S.* The Case Against Passive Shareholder Voting, *Journal of Corporation Law* 43 (2018), 493–536.
- Lund, Dorothy S./Pollman, Elizabeth.* The Corporate Governance Machine, *Columbia Law Review* 121 (2022), 2563–2634.

- Lutter, Marcus/Bayer, Walter/Schmidt, Jessica. Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, De Gruyter, Berlin, 6. Aufl. 2017.
- Ma, Linlin/Tang, Yuehua. Portfolio Manager Ownership and Mutual Fund Risk Taking, *Management Science* 65 (2019), 5518–5534.
- Mackensen, Marcus. Institutionelle Anleger im Unternehmensrecht Deutschlands und der USA, Peter Lang, Frankfurt 2000.
- Mahoney, Paul G. Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems, *University of Chicago Law Review* 62 (1995), 1047–1112.
- Mahoney, Paul G./Robertson, Adriana. Advisers by Another Name, *Harvard Business Law Review* 11 (2021), 311–358.
- Malenko, Andrey/Malenko, Nadya. Proxy Advisory Firms: The Economics of Selling Information to Voters, *The Journal of Finance* 74 (2019), 2441–2490.
- Malenko, Andrey/Malenko, Nadya/Spatt, Chester S. Creating Controversy in Proxy Voting Advice, ECGI Finance Working Paper No 771/2021 (2022), <https://papers.ssrn.com/abstract=3843674> (Abruf 26.8.2022).
- Manne, Henry G. Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy* 73 (1965), 110–120.
- Markowitz, Harry M. Portfolio Selection, *The Journal of Finance* 7 (1952), 77–91.
- Markowitz, Harry M. The Early History of Portfolio Theory: 1600–1960, *Financial Analysts Journal* 55 (1999), 5.
- Martens, Knuth. Managementüberwachung durch den Aufsichtsrat – Ein Beitrag zur Corporate Governance-Diskussion aus agencytheoretischer Sicht, Josef Eul, Lohmar 1999.
- Masulis, Ronald W./Reza, Syed Walid. Agency Problems of Corporate Philanthropy, *The Review of Financial Studies* 28 (2015), 592–636.
- Mayer, Colin. Prosperity: better business makes the greater good, Oxford University Press, Oxford 2018.
- McCabery, Joseph A./Sautner, Zacharias/Starks, Laura T. Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, *The Journal of Finance* 71 (2016), 2905–2932.
- McClane, Jeremy/Sinkinson, Michael. Uncommon Implications of the Common Ownership Hypothesis, SSRN-Arbeitspapier, ID 3902736 (2021), <https://papers.ssrn.com/abstract=3902736> (Abruf 13.10.2021).
- Meier, Jan-Hendrik/Schüller, Philip. Von der Deutschland AG zur Welt AG?, *Corporate Finance* 2021, 289–295.
- Merkt, Hanno. US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, R&W, Frankfurt am Main, 3. Aufl. 2013.
- Mietzner, Mark/Schweizer, Denis. Hedge Funds versus Private Equity Funds as Shareholder Activists in Germany – Differences in Value Creation, *Journal of Economics and Finance* 38 (2014), 181–208.
- Milgrom, Paul. What the Seller Won't Tell You: Persuasion and Disclosure in Markets, *Journal of Economic Perspectives* 22 (2008), 115–131.

- Milgrom, Paul/Roberts, John.* Relying on the Information of Interested Parties, *The RAND Journal of Economics* 17 (1986), 18–32.
- Mitsch, Wolfgang (Hrsg.).* Karlsruher Kommentar zum Gesetz über Ordnungswidrigkeiten [KKOWiG], C. H. Beck, 5. Aufl. 2018.
- Mitts, Joshua.* Passive Exit, *Columbia Law and Economics Working Paper No 638* (2020), <https://papers.ssrn.com/abstract=3716249> (Abruf 26.8.2022).
- Möllers, Thomas M. J./Kernchen, Eva.* Information Overload am Kapitalmarkt – Plädoyer zur Einführung eines Kurzfinanzberichts auf empirischer, psychologischer und rechtsvergleichender Basis –, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2011, 1–26.
- Monopolkommission. Wettbewerb 2018: XXII. Hauptgutachten der Monopolkommission gemäß § 44 Abs. 1 Satz 1 GWB (2018), https://www.monopolkommission.de/images/HG22/HGXXII_Gesamt.pdf (Abruf 10.12.2021).
- Monopolkommission. Wettbewerb 2020: XXIII. Hauptgutachten der Monopolkommission gemäß § 44 Abs. 1 Satz 1 GWB (2020), https://www.monopolkommission.de/images/HG23/HGXXIII_Gesamt.pdf (Abruf 10.12.2021).
- Morck, Randall/Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W.* Alternative Mechanisms for Corporate Control, *The American Economic Review* 79 (1989), 842–852.
- Morgan, Angela/Poulsen, Annette/Wolf, Jack/Yang, Tina.* Mutual funds as monitors: Evidence from mutual fund voting, *Journal of Corporate Finance* 17 (2011), 914–928.
- Moritz, Joachim/Klebeck, Ulf (Hrsg.).* Frankfurter Kommentar zum Kapitalanlage-recht [FK-KapAnlR], R&W, Frankfurt am Main, Band 1: 2016.
- Morley, John D.* The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation, *Yale Law Journal* 123 (2014), 1228–1287.
- Morley, John D.* Too Big to Be Activist, *Southern California Law Review* 92 (2018), 1407–1454.
- Morningstar. 2019 U.S. Fund Fee Study: Marking nearly two decades of falling fees (2020), jeweils aktuelle Version unter <https://www.morningstar.com/lp/annual-us-fund-fee-study> (Abruf 18.6.2021).
- Morningstar. 2020 U.S. Fund Fee Study: Fees keep falling (2021), jeweils aktuelle Version unter <https://www.morningstar.com/lp/annual-us-fund-fee-study> (Abruf 17.11.2021).
- Morningstar. Asset Flows Commentary: Europe (2021), jeweils aktuelle Version unter <https://www.morningstar.com/lp/fund-flows-direct> (Abruf 23.7.2021).
- Morningstar. European Fee Study (2020), jeweils aktuelle Version unter <https://www.morningstar.com/en-uk/lp/european-fee-study> (Abruf 18.2.2021).
- Morningstar. Global Flows 2021: A Record Haul of \$2.4 Trillion (2022), <https://www.morningstar.com/lp/global-asset-flows-report> (Abruf 26.4.2022).
- Morningstar. Global Investor Experience Study: Fees and Expenses (2019), <https://www.morningstar.com/lp/global-fund-investor-experience?con=18780> (Abruf 18.2.2021).

- Morningstar. Passive Fund Providers Take an Active Approach to Investment Stewardship [Passive Fund Stewardship] (2017), <https://www.morningstar.com/lp/passive-providers-active-approach> (Abruf 18.6.2021).
- Morningstar. Spotlight on Synthetic ETFs in Europe: A Review of Management Practices (2021), <https://www.morningstar.com/api/v1/research/download/1027955?timestamp=16148751000000600&token=eyJhbGciOiJIUzI1NiIsInR5cCI6IkpXVCJ9.eyJkYXRhIjp7ImRvY3VtZW50SWQiOjEwMjc5NTV9LCJpYXQiOiE2NDI2NDc1ODV9.Gzlu92rGAzb4FcpvOpchuG0gIEJd8pDhW3Z9i-m5YuM> (Abruf 27.4.2022).
- Morningstar. U.S. Fund Flows: A Record First Half of the Year (2021), jeweils aktuelle Version unter <https://www.morningstar.com/lp/fund-flows-direct> (Abruf 23.7.2021).
- Morse, *Adair/Nanda, Vikram/Seru, Amit*. Are Incentive Contracts Rigged by Powerful CEOs?, *The Journal of Finance* 66 (2011), 1779–1821.
- Moskalev, *Alexandr*. Objective Function of a Non-Price-Taking Firm with Heterogeneous Shareholders, SSRN-Arbeitspapier, ID 3471564 (2019), <https://papers.ssrn.com/abstract=3471564> (Abruf 28.5.2021).
- Mülbert, *Peter O*. Die neue kapitalmarktrechtliche Dimension des AktG aufgrund der Richtlinie (EU) 2017/828 (Aktionärsrechte-Richtlinie II) betreffend Intermediäre, *Die Aktiengesellschaft* 2021, 53–58.
- Müller, *Sebastian/Weber, Martin*. Financial Literacy and Mutual Fund Investments: Who Buys Actively Managed Funds?, *Schmalenbach Business Review* 62 (2010), 126–153.
- Mullins, *William*. The Governance Impact of Index Funds: Evidence from Regression Discontinuity, Arbeitspapier (2014), <https://www.rhsmith.umd.edu/files/DOCUMENTS/Departments/Finance/spring2014/mullins.pdf> (Abruf 4.12.2020).
- NBIM. Investing in equities – A 20-year history (2020), https://www.nbim.no/contentassets/3c31bf0882e445b38ef45a1377cc0513/investing-in-equities_government-pension-fund-global_web_final.pdf (Abruf 4.10.2021).
- Nicholson, *H. Anne*. Securities Law: Proxies Pull Mutual Funds into the Sunlight: Mandatory Disclosure of Proxy Voting Records Law School News: Note, *Oklahoma Law Review* 57 (2004), 687–714.
- Nili, *Yaron*. Horizontal Directors Revisited, *Journal of Competition Law & Economics* 18 (2021), 5–28.
- Nili, *Yaron*. Horizontal Directors, *Northwestern University Law Review* 114 (2019), 1179–1262.
- Noack, *Ulrich*. Identifikation der Aktionäre, neue Rolle der Intermediäre – zur Umsetzung der Aktionärsrechte-Richtlinie II, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2017, 561–567.
- Novick, *Barbara*. „The Goldilocks Dilemma“: A Response to Lucian Bebchuk and Scott Hirst, *Columbia Law Review Forum* 120 (2020), 80–108.
- O'Brien, *Daniel P./Salop, Steven C*. Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control, *Antitrust Law Journal* 2000, 559–614.

- Obst, Holger.* ESEF als neues Berichtsformat für Finanzinformationen: Eine kritische Würdigung der technischen Umsetzung, *Die Wirtschaftsprüfung* 2019, 771–777.
- OECD. *Owners of the World's Listed Companies* (2019), <https://www.oecd.org/corporate/ca/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.pdf> (Abruf 13.7.2021).
- OECD. *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance* (2011), <https://www.oecd.org/daf/ca/49081553.pdf> (Abruf 10.12.2021).
- Olson, Mancur.* *The Logic of Collective Action*, Schocken/Harvard University Press, Revised Edition, Cambridge (MA) 1971.
- Palia, Darius/Sokolinski, Stanislav.* Strategic Borrowing from Passive Investors: Implications for Security Lending and Price Efficiency, SSRN-Arbeitspapier, ID 3335283 (2021), <https://papers.ssrn.com/abstract=3335283> (Abruf 19.11.2021).
- Paredes, Troy A.* Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation, *Washington University Law Quarterly* 81 (2003), 417–486.
- Park, Jihwon/Sani, Jalal/Shroff, Nemit/White, Hal.* Disclosure incentives when competing firms have common ownership, *Journal of Accounting and Economics* 67 (2019), 387–415.
- Paschos, Nikolaos/Goslar, Sebastian.* Der Referentenentwurf des Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) aus Sicht der Praxis, *Die Aktiengesellschaft* 2018, 857–874.
- Patel, Menesh S.* Common Ownership, Institutional Investors, and Antitrust, *Antitrust Law Journal* 82 (2018), 279–334.
- Pei, Zhuan/Shen, Yi.* The Devil is in the Tails: Regression Discontinuity Design with Measurement Error in the Assignment Variable, in: *Cattaneo, Matias D./Escanciano, Juan Carlos (Hrsg.), Regression Discontinuity Designs: Theory and Applications*, *Advances in Econometrics Volume 38*, Emerald, Bingley 2017, 455–502.
- Pekarek, Edward.* Hogging the Hedge? „Bulldog’s“ 13F Theory May Not Be So Lucky, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 12 (2007), 1079.
- Platt, Alexander I.* Beyond „Market Transparency“: Investor Disclosure and Corporate Governance, SSRN-Arbeitspapier, ID 3906360 (2021) (erscheint in *Stanford Law Review*), <https://papers.ssrn.com/abstract=3906360> (Abruf 13.10.2021).
- Poelzig, Dörte.* Stimmrechtsberater – ihre Rolle und ihr rechtlicher Rahmen, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 185 (2021), 373–413.
- Posner, Eric A.* Policy Implications of the Common Ownership Debate, *The Antitrust Bulletin* 66 (2021), 140–149.
- Posner, Eric A./Scott Morton, Fiona M./Weyl, E. Glen.* A Proposal to Limit the Anticompetitive Power of Institutional Investors, *Antitrust Law Journal* 2016, 669–728.

- Puchniak, Dan W.* The False Hope of Stewardship in the Context of Controlling Shareholders: Making Sense Out of the Global Transplant of a Legal Misfit, ECGI Law Working Paper No 589/2021 (2021) (erscheint in *American Journal of Comparative Law*), <https://papers.ssrn.com/abstract=3858339> (Abruf 10.12.2021).
- PwC. Vergütungsstudie 2017: Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung im Dax, MDax, SDax und TecDax 2014–2016 (2017), https://www.wiwi.uni-frankfurt.de/uploads/media/41813_Verguetungsstudie_2017_171110_SCREEN.PDF (Abruf 17.11.2021).
- Ramalingegowda, Santhosh/Utke, Steven/Yu, Yong.* Common Institutional Ownership and Earnings Management, *Contemporary Accounting Research* 38 (2021), 208–241.
- Redenius-Hövermann, Julia/Henkel, Eva.* Eine empirische Bestandsaufnahme zur Aktionärsklage nach § 148 AktG, *Die Aktiengesellschaft* 2020, 349–367.
- Reinholtz, Nicholas/Fernbach, Philip M./de Langhe, Bart.* Do People Understand the Benefit of Diversification?, *Management Science* 67 (2021), 7322–7343.
- Reynolds, Robert J./Snapp, Bruce R.* The competitive effects of partial equity interests and joint ventures, *International Journal of Industrial Organization* 4 (1986), 141–153.
- Ringe, Wolf-Georg.* Changing Law and Ownership Patterns in Germany: Corporate Governance and the Erosion of Deutschland AG, *American Journal of Comparative Law* 63 (2015), 493–538.
- Ringe, Wolf-Georg.* Stewardship and Shareholder Engagement in Germany, *European Business Organization Law Review* 22 (2021), 87–124.
- Ringleb, Henrik-Michael/Kremer, Thomas/Lutter, Marcus/von Werder, Axel.* Die Kodex-Änderungen vom Mai 2012, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2012, 1081–1089.
- Roberts, Michael R./Whited, Toni M.* Endogeneity in Empirical Corporate Finance, in: *Constantinides, George M./Harris, Milton/Stulz, Rene M. (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, Volume 2, Part A*, Elsevier, Amsterdam 2013, 493–572.
- Robertson, Adriana Z.* Passive in Name Only: Delegated Management and „Index“ Investing, *Yale Journal on Regulation* 36 (2019), 795–851.
- Rock, Edward B.* The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism, *Georgetown Law Journal* 79 (1990), 445–506.
- Rock, Edward B./Kahan, Marcel.* Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders be Shareholders, *Boston University Law Review* 100 (2020), 1771–1815.
- Rock, Edward B./Rubinfeld, Daniel L.* Antitrust for Institutional Investors, *Antitrust Law Journal* 82 (2018), 221–278.
- Rock, Edward B./Rubinfeld, Daniel L.* Common Ownership and Coordinated Effects, *Antitrust Law Journal* 83 (2020), 201–251.
- Roe, Mark J.* A Political Theory of American Corporate Finance, *Columbia Law Review* 91 (1991), 10–67.

- Roe, Mark J./Spamann, Holger/Fried, Jesse/Wang, Charles. The Sustainable Corporate Governance Initiative in Europe, *Yale Journal on Regulation Bulletin* 38 (2021), 133–153.
- Roetzel, Peter Gordon. Information overload in the information age: a review of the literature from business administration, business psychology, and related disciplines with a bibliometric approach and framework development, *Business Research* 12 (2019), 479–522.
- Roiter, Eric D. Exchange-traded funds: neither fish nor fowl, in: *Birdthistle, William A./Morley, John* (Hrsg.), *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*, Edward Elgar, Northampton (MA) 2018, 247–266.
- Romano, Alessandro. Horizontal Shareholding and Network Theory, *Yale Journal on Regulation* 38 (2021), 363–412.
- Rose, Paul. Robovoting and Proxy Vote Disclosure, SSRN-Arbeitspapier, ID 3486322 (2019), <https://papers.ssrn.com/abstract=3486322> (Abruf 26.5.2021).
- Rotemberg, Julio. Financial transaction costs and industrial performance, MIT Sloan Working Paper 1554–84 (1984), <https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/47993/financialtransac00rote.pdf?sequence=1&isAllowed=y> (Abruf 1.10.2020).
- Roth, Günther H./Wörle, Ulrike. Die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats Recht und Wirklichkeit 2004, 565–630.
- Rubinstein, Mark. Markowitz's „Portfolio Selection“: A Fifty-Year Retrospective, *The Journal of Finance* 57 (2002), 1041–1045.
- Rudkowski, Lena. Transparenzpflichten zur Kontrolle von Finanzdienstleistungsunternehmen – Unter besonderer Berücksichtigung des Schutzes von Geschäftsgeheimnissen, Mohr Siebeck, Tübingen 2016.
- Ruffner, Markus. Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft – Ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance, Schulthess, Zürich 2000.
- Ruppel, Conrad. ARUG II: Aktienrechtliche Transparenzpflichten für kollektive Vermögensverwalter im Lichte des Investmentrechts, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2022, 219–262.
- Säcker, Franz-Jürgen/Rixecker, Roland/Oetker, Hartmut/Limberg, Bettina (Hrsg.). Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch [MüKoBGB], C. H. Beck, München, Band 13: 8. Aufl. 2021.
- Saffi, Pedro A. C./Sigurdsson, Kari. Price Efficiency and Short Selling, *The Review of Financial Studies* 24 (2011), 821–852.
- Saidi, Farzad/Streitz, Daniel. Bank Concentration and Product Market Competition, *The Review of Financial Studies* 34 (2021), 4999–5035.
- Sánchez Serrano, Antonio/Peltonen, Tuomas. Pension schemes in the European Union: challenges and implications from macroeconomic and financial stability perspectives, ESRB Occasional Paper Series No 17 (2020), <https://data.europa.eu/doi/10.2849/55704> (Abruf 2.2.2021).
- Schaefer, Hans. Shareholder Activism und Corporate Governance, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2007, 900–903.

- Schäfer, Lars.* Corporate Governance bei Kapitalanlagegesellschaften – Fund Governance, Duncker & Humboldt, Berlin 2009.
- Schanzenbach, Max M/Sitkoff, Robert H.* Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience, *Stanford Law Review* 72 (2020), 381–454.
- Schelm, Joachim.* Sorgfalts- und Loyalitätspflichten im Investmentrecht – Eine rechtsvergleichende Untersuchung des Investmentrechts in den Vereinigten Staaten von Amerika und in Deutschland, Duncker & Humboldt, Berlin 2008.
- Schiller, Alexander/Woltering, René-Ojas/Sebastian, Steffen.* Is the flow-performance relationship really convex? – The impact of data treatment and model specification, *Journal of Economics and Finance* 44 (2020), 300–320.
- Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen (Hrsg.).* Bankrechts-Handbuch [BankRHdB], C. H. Beck, München, 5. Aufl. 2017.
- Schmalz, Martin C.* Common-Ownership Concentration and Corporate Conduct, *Annual Review of Financial Economics* 10 (2018), 413–448.
- Schmalz, Martin C.* Recent Studies on Common Ownership, Firm Behavior, and Market Outcomes, *The Antitrust Bulletin* 66 (2021), 12–38.
- Schmidbauer, Dirk/Kürten, Carola.* Die Willensbildung in der Aktiengesellschaft außerhalb der Hauptversammlung, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2021, 1150–1159.
- Schmidt, Cornelius/Fablenbrach, Rüdiger.* Do exogenous changes in passive institutional ownership affect corporate governance and firm value?, *Journal of Financial Economics* 124 (2017), 285–306.
- Schmidt, Karsten/Lutter, Marcus (Hrsg.).* Aktiengesetz, Otto Schmidt, Köln, 4. Aufl. 2020.
- Schmidt, Reinhard H./Spindler, Gerald.* Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive – Eine Betrachtung der Risiken, der Notwendigkeiten und Möglichkeiten einer Regulierung von Private Equity und aktivistischen Hedgefonds aus ökonomischer und gesellschafts-, kapitalmarkt- und arbeitsrechtlicher Sicht, Nomos, Baden-Baden 2008.
- Schmidt, Rüdiger.* ESEF – Endlich mehr Klarheit, *Der Betrieb* 2020, 513–516.
- Schmolke, Klaus Ulrich.* Institutional Investors’ Mandatory Voting Disclosure: The Proposal of the European Commission against the Background of the US Experience, *European Business Organization Law Review* 7 (2006), 767–815.
- Schmolke, Klaus Ulrich.* Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2007, 701–744.
- Schneider, Uwe H./Burgard, Ulrich.* Transparenz als Instrument der Steuerung des Einflusses der Kreditinstitute auf Aktiengesellschaften, *Der Betrieb* 1996, 1761–1767.
- Schoch, Nicholas P.* Interessenkonflikte bei kollektiven Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern – Ihre Erscheinungsformen und die Richtlinienvorgaben zu ihrer Bewältigung, Nomos, Baden-Baden 2021.
- Schockenhoff, Martin.* Vorstände im Visier aktivistischer Aktionäre, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis* 2017, 1785–1793.

- Schockenhoff, Martin/Culmann, Johannes.* Shareholder Activism in Deutschland, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis* 2015, 297–307.
- Schonfeld, Victoria E./Kerwin, Thomas M. J.* Organization of a Mutual Fund, *The Business Lawyer* 49 (1993), 107–161.
- Schreyögg, Georg/Unglaube, Oliver.* Zur Rolle von Finanzinvestoren in deutschen Publikumsaktiengesellschaften – Thesen und empirische Befunde, *Die Aktiengesellschaft* 2013, 97–110.
- Schuster, Gunnar/Nemeczek, Heinrich.* IFR, IFD und WpIG – Neuer Rechtsrahmen für Wertpapierfirmen (Teil 1), *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2021, 35–47.
- Schütte, Paul.* Die Neuregelungen des ARUG II zur Aktionärsidentifikation, Informationsübermittlung und Rechtsausübungserleichterung: Auswirkungen der Umsetzung des Kapitels Ia der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie auf das deutsche Gesellschaftsrecht, Duncker & Humboldt, Berlin 2021.
- Schwalbe, Ulrich.* Common Ownership und Wettbewerb – der aktuelle Stand der Diskussion – Teil 1, *Wirtschaft und Wettbewerb* 2020, 130–137.
- Schwalbe, Ulrich.* Common Ownership und Wettbewerb – der aktuelle Stand der Diskussion – Teil 2, *Wirtschaft und Wettbewerb* 2020, 191–196.
- Schwark, Eberhard/Zimmer, Daniel (Hrsg.).* Kapitalmarktrechtskommentar [KMRK], C. H. Beck, München, 5. Aufl. 2020.
- Schwartz, Jeff.* „Public“ Mutual Funds, University of Utah College of Law Research Paper No 441 (2021) (erscheint in *Laby (Hrsg.)*, *Cambridge Handbook on Investor Protection*), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3821388 (Abruf 27.5.2021).
- Schwarz, Philip.* Institutionelle Stimmrechtsberatung: Rechtstatsachen, Rechtsökonomik, rechtliche Rahmenbedingungen und Regulierungsstrategien, Duncker & Humboldt, Berlin 2013.
- Seibert, Ulrich.* Die Stimmrechtsausübung in deutschen Aktiengesellschaften – ein Bericht an den Deutschen Bundestag, *Die Aktiengesellschaft* 2004, 529–533.
- Seibt, Christoph H.* Drakonische Sanktionen im Kapitalmarkt-Transparenzrecht, *Der Betrieb* 2015, M5.
- Seibt, Christoph H./Danwerth, Christopher.* Aktionärskommunikation und (On-line-)Hauptversammlung: Das Vorfeld ist das Hauptfeld!, *Die Aktiengesellschaft* 2021, 369–379.
- Seitz, Natalie.* Common Ownership im Wettbewerbsrecht, *Nomos*, Baden-Baden 2020.
- Seldeslachts, Jo/Newham, Melissa/Banal-Estano, Albert.* Common ownership of German companies, *DIW Economic Bulletin* 2017, 302–312.
- Seligman, Joel.* The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System, *Journal of Corporation Law* 9 (1983), 1–62.
- Sethe, Rolf.* Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, Otto Schmidt, Köln 2005.

- Shakespeare, William.* The Merchant of Venice, 1600, Ausgabe von Project Gutenberg, eBook #1515 (1998), <https://www.gutenberg.org/files/1515/1515-h/1515-h.htm> (Abruf 13.5.2022).
- Sharfman, Bernard S.* Enhancing the Value of Shareholder Voting Recommendations, *Tennessee Law Review* 86 (2018), 691–734.
- Sharfman, Bernard S.* ESG Investing under ERISA, *Yale Journal on Regulation Bulletin* 38 (2020), 112–132.
- Sharpe, William F.* Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk, *The Journal of Finance* 19 (1964), 425–442.
- Shekita, Nathan.* Interventions by Common Owners, *Journal of Competition Law & Economics* 18 (2022), 99–134.
- Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W.* Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy* 94 (1986), 461–488.
- Siems, Mathias M.* Die Konvergenz der Rechtssysteme im Recht der Aktionäre: Ein Beitrag zur vergleichenden Corporate Governance in Zeiten der Globalisierung, Mohr Siebeck, Tübingen 2005.
- Simon, Stefan.* Die Beratungsfunktion des Aufsichtsrats, in: *Bergmann, Alfred/Hoffmann-Becking, Michael/Noack, Ulrich (Hrsg.)*, Recht und Gesetz – Festschrift für Ulrich Seibert zum 65. Geburtstag [FS Seibert], Otto Schmidt, Köln 2019, 847–854.
- Sirri, Erik R./Tufano, Peter.* Costly Search and Mutual Fund Flows, *The Journal of Finance* 53 (1998), 1589–1622.
- Smith, Adam.* An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, 1776, Ausgabe von *Sálvio Marcelo Soares*, MetaLibri, London 2007.
- Spamann, Holger.* Indirect Investor Protection: The Investment Ecosystem and Its Legal Underpinnings, *Journal of Legal Analysis* 13 (2021), 672–734.
- SPD. Tradition und Fortschritt: Start der Programmdebatte (2005), https://web.archive.org/web/20050905185716/http://www.partei.spd.de/servlet/PB/show/1043150/221204_programmheft_1.pdf (Abruf 19.11.2021).
- SPD/Bündnis 90/Die Grünen/FDP. Mehr Fortschritt Wagen: Bündnis für Freiheit, Gerechtigkeit und Nachhaltigkeit [Koalitionsvertrag] (2021), https://www.spd.de/fileadmin/Dokumente/Koalitionsvertrag/Koalitionsvertrag_2021-2025.pdf (Abruf 10.12.2021).
- Spillmann, Till.* Institutionelle Investoren im Recht der (echten) Publikumsgesellschaften, Schulthess, Zürich u.a. 2004.
- Spindler, Gerald.* Die Neuregelung der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung im ARUG II, *Die Aktiengesellschaft* 2020, 61–74.
- Spindler, Gerald.* Hedgefonds und Corporate Governance, in: *Leible, Stefan/Lehmann, Matthias (Hrsg.)*, Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?, JWV, Jena 2009, 99–123.
- Spindler, Gerald.* Kommunikation mit Aktionären und Investoren (Investor Relations) – *de lege lata* und *de lege ferenda*, in: *Bergmann, Alfred/Hoffmann-Becking, Michael/Noack, Ulrich (Hrsg.)*, Recht und Gesetz – Festschrift für Ulrich Seibert zum 65. Geburtstag [FS Seibert], Otto Schmidt, Köln 2019, 855–870.

- Spindler, Gerald/Stilz, Eberhard* (Hrsg.). beck-online.GROSSKOMMENTAR AktG [BeckOGKAktG], C. H. Beck, München, Stand September 2021.
- Stapel, Julie K.* Lexis Practice Advisor Practice Notice, <https://www.morganlewis.com/-/media/files/news/2020/erisa-plan-investment-vehicles.pdf> (Abruf 1.3.2021), State Street Corporation. 2020 Annual Report (2021), https://s26.q4cdn.com/446391466/files/doc_financials/2020/ar/STT-2020-Annual-Report.pdf (Abruf 16.11.2021).
- Steiger, Max.* Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance, Nomos, Baden-Baden 1999.schäff
- Steinbaum, Marshall.* Common Ownership and the Corporate Governance Channel for Employer Power in Labor Markets, *The Antitrust Bulletin* 66 (2021), 123–139.
- Steuer, Sebastian.* Quantitatives ESG-Reporting durch Finanzintermediäre – Kritische Würdigung des RTS-Entwurfs zu Art. 4 SFDR, *Wertpapier-Mitteilungen* 2021, 1266–1275.
- Steuer, Sebastian/Tröger, Tobias H.* The Role of Disclosure in Green Finance, *Journal of Financial Regulation* 8 (2022), 1–50.
- Stiegler, Sascha.* Aktionärsidentifizierung nach ARUG II, *Wertpapier-Mitteilungen* 2019, 620–629.
- Stiegler, Sascha.* Pflicht zur Aktionärsidentifizierung durch die Hintertür?, *Die Aktiengesellschaft* 2021, R86–87.
- Stingl, Lukas.* Die soziale Verantwortung der Kapitalgesellschaften vor dem Hintergrund der europäischen CSR-Richtlinie, Nomos, Baden-Baden 2020.
- Stöber, Michael.* Neuerungen im Aktienrecht durch das ARUG II, *Deutsches Steuerrecht* 2020, 391–398.
- STOXX. Historical Index Compositions of the Equity- and Strategy Indices (2021), jeweils aktuelle Version abrufbar unter https://www.dax-indices.com/document/Resources/Guides/Historical_Index_Compositions.pdf (Abruf 10.12.2021).
- Strampelli, Giovanni.* Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing, *San Diego Law Review* 55 (2018), 803–852.
- Strenger, Christian/Zetzsche, Dirk.* Institutionelle Anleger, Verbesserung der Corporate Governance und Erleichterung der grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung, *Die Aktiengesellschaft* 2013, 397–406.
- Strine, Leo.* Who Bleeds When the Wolves Bite?: A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System, *Yale Law Journal* 126 (2017), 1870–1970.
- Sunstein, Cass.* On Mandatory Labeling, with Special Reference to Genetically Modified Foods, *University of Pennsylvania Law Review* 165, 1043–1095.
- Tallarita, Roberto.* The Limits of Portfolio Primacy, Harvard Law School Program on Corporate Governance Working Paper 2022–7 (2022) (erscheint in *Vanderbilt Law Review*), <https://papers.ssrn.com/abstract=3912977> (Abruf 26.8.2022).

- Tang, Dragon Yongjun/Yan, Jiali/Yao, Chelsea Yaqiong.* The Determinants of ESG Ratings: Rater Ownership Matters, SSRN-Arbeitspapier, ID 3889395 (2022), <https://papers.ssrn.com/abstract=3889395> (Abruf 26.8.2022).
- Taub, Jennifer S.* Able but Not Willing: The Failure of Mutual Fund Advisers to Advocate for Shareholders' Rights, *Journal of Corporation Law* 34 (2008), 843–894.
- Thaeter, Ralf/Guski, Roman.* Shareholder Activism: Gesellschaftsrechtliche Schranken aktiven Aktionärsverhaltens, *Die Aktiengesellschaft* 2007, 301–308.
- Thamm, Christian/Schiereck, Dirk.* Shareholder Activism in Deutschland – Eine Bestandsaufnahme, *Corporate Finance* 2014, 17–27.
- Thomas, Stefan/Anderst, Roman.* Common Ownership and Mergers Between Portfolio Companies, *World Competition* 42 (2019), 551–575.
- Tirole, Jean.* *The Theory of Industrial Organization*, MIT Press, Cambridge (MA)/London, 7. Aufl. 1994.
- Torshizi, Mohammad/Clapp, Jennifer.* Price Effects of Common Ownership in the Seed Sector, *The Antitrust Bulletin* 66 (2021), 39–67.
- Tröger, Tobias H.* Arbeitsteilung und Vertrag: Verantwortlichkeit für das Fehlverhalten Dritter in Vertragsbeziehungen, Mohr Siebeck, Tübingen 2012.
- Tröger, Tobias H.* Die Regelungen zu institutionellen Investoren, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern im Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II), *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2019, 126–162.
- Tröger, Tobias H.* Durchsetzung der Vorstandshaftung, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 179 (2015), 453–489.
- Tröger, Tobias H.* Germany's Reluctance to Regulate Related Party Transactions – An Industrial Organization Perspective, in: *Enriques, Luca/Tröger, Tobias H. (Hrsg.), The Law and Finance of Related Party Transactions*, CUP, Cambridge 2020, 426–451.
- Tröger, Tobias H.* Related Party Transactions mit Blockaktionären im europäischen Gesellschaftsrecht, *AG* 2015, 53.
- Troyer, Thomas A./Slocombe, Walter B./Boisture, Robert A.* Divestment of South Africa Investments: The Legal Implications for Foundations, Other Charitable Institutions, and Pension Funds, *Georgetown Law Journal* 74 (1985), 127–162.
- Tzouganatos, Dimitris.* Horizontal Shareholding an EU Competition Law, in: *Grundmann, Stefan/Merkt, Hanno/Mülbert, Peter O. (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag am 24. August 2020 [FS Hopt]*, De Gruyter, Berlin 2020, 1303–1319.
- Ulmrich, Jonas-Benjamin.* Investorentransparenz – Die Mitteilungspflichten für Inhaber wesentlicher Beteiligungen (§ 27a WpHG) auf der Grundlage ihrer US-amerikanischen und französischen Regelungsvorbilder, Mohr Siebeck, Tübingen 2013.
- Unbekannter Autor.* Vertical Shareholding, *Harvard Law Review* 133 (2019), 665–681.

- Vanguard. Investment Stewardship 2020 Annual Report (2021), https://about.vanguard.com/investment-stewardship/perspectives-and-commentary/2021_investment_stewardship_annual_report.pdf (Abruf 22.11.2021).
- Veil, Rüdiger/Ruckes, Martin/Limbach, Peter/Doumet, Markus. Today's or yesterday's news?, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2015, 709–753.
- Verse, Dirk A. Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaft, Mohr Siebeck, Tübingen 2006.
- Vetter, Eberhard. Kapitalmarktkommunikation, Kapitalmarktdruck und Corporate Governance, *Die Aktiengesellschaft* 2014, 387–393.
- Vetter, Eberhard. Shareholders Communication – Wer spricht mit den institutionellen Investoren?, *Die Aktiengesellschaft* 2016, 873–877.
- Vetter, Jochen. Geschäftsleiterpflichten zwischen Legalität und Legitimität, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2018, 338–378.
- Vives, Xavier. Common ownership, market power, and innovation, *International Journal of Industrial Organization* 70 (2020), 102528.
- von Buttlar, Julia. Die Stärkung der Aufsichts- und Sanktionsbefugnisse im EU-Kapitalmarktrecht: ein neues „field of dreams“ für Regulierer?, *Betriebs-Berater* 2014, 451–458.
- von Gaudecker, Hans-Martin. How Does Household Portfolio Diversification Vary with Financial Literacy and Financial Advice?, *The Journal of Finance* 70 (2015), 489–507.
- von Hein, Jan. Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, Mohr Siebeck, Tübingen 2008.
- von Hein, Jan. Die Rolle des US-amerikanischen CEO gegenüber dem Board of Directors im Lichte neuerer Entwicklungen, *Recht der Internationalen Wirtschaft* 2002, 501–509.
- von Livonius, Hilger/Bernau, Timo. Der neue Tatbestand der „Anlageverwaltung“ als erlaubnispflichtige Finanzdienstleistung, *Wertpapier-Mitteilungen* 2009, 1216–1224.
- von Werder, Axel. Erfolgsfaktoren eines exzellenten Aufsichtsrats, *Der Betrieb* 2017, 977–984.
- Walker, David I. Common Ownership and Executive Incentives: The Implausibility of Compensation as an Anticompetitive Mechanism, *Boston University Law Review* 99 (2019), 2373–2414.
- Waßmer, Martin Paul. Unternehmensstrafrecht – quo vadis?, *Zeitschrift für Wirtschaftsstrafrecht* 2018, 233–238.
- Watrin, Christoph/Thomsen, Martin/Brune, Alexander. Der Zusammenhang zwischen Steuerplanung und institutionellen Investoren, *Finanz-Rundschau* 2017, 1029–1035.
- Weber-Rey, Daniela. Corporate Governance und Ownership – Zwingt und das Wachstum und der Einfluss institutioneller Aktionäre dazu, unsere Corporate Governance zu überdenken?, in: *Bergmann, Alfred/Hoffmann-Becking, Michael/Noack, Ulrich (Hrsg.), Recht und Gesetz – Festschrift für Ulrich Seibert zum 65. Geburtstag [FS Seibert], Otto Schmidt, Köln 2019, 1057–1072.*

- Weber, Christoph Andreas/Kebekus, Benedict. Diversifizierung und Corporate Governance, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 184 (2020), 324–362.
- Weber, Martin. Deutsches Kapitalmarktrecht im Umbruch – Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz, *Neue Juristische Wochenschrift* 1994, 2849–2860.
- Wei, Wei/Young, Alex. Selection Bias or Treatment Effect? A Re-Examination of Russell 1000/2000 Index Reconstitution, SSRN-Arbeitspapier, ID 2780660 (2019) (erscheint in *Critical Finance Review*), <https://papers.ssrn.com/abstract=2780660> (Abruf 28.4.2021).
- Weitnauer, Wolfgang/Boxberger, Lutz/Anders, Dietmar (Hrsg.). Kapitalanlagegesetzbuch mit Investmentsteuergesetz, EuVECA-VO, EuSEF-VO und ELTIF-VO [WBA], C. H. Beck, München, 3. Aufl. 2021.
- Weninger, Thomas G. Hedge Fonds im Spannungsfeld des Aktien- und Kapitalmarktrechts – Shareholder Activism und aktienrechtliche Corporate Governance, Nomos, Baden-Baden 2009.
- Wentrup, Christian. Die Kontrolle von Hedgefonds, Duncker & Humboldt, Berlin 2009.
- Wigglesworth, Robin. Trillions: How a Band of Wall Street Renegades Invented the Index Fund and Changed Finance Forever, Penguin 2021 (Kindle-Edition).
- Wilsing, Hans-Ulrich. Corporate Governance in Deutschland und Europa, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2012, 291–308.
- Wilsing, Hans-Ulrich/von der Linden, Klaus. Unabhängigkeit, Interessenkonflikte und Vergütung von Aufsichtsratsmitgliedern – Gedanken zur Kodexnovelle 2012, *Deutsches Steuerrecht* 2012, 1391–1394.
- Winkler, Sylko. Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA [Verantwortung institutioneller Anleger], Jenaer Wissenschaftsverlag, Jena 2008.
- Winkler, Sylko. Institutionelle Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, *DAJV Newsletter* 2008, 98–105.
- Winterhalder, Max A. Indexfonds in der Corporate Governance – Mitwirkung in börsennotierten Aktiengesellschaften, Mohr Siebeck, Tübingen 2022.
- Xie, Jin. Horizontal Shareholdings and Paragraph IV Generic Entry in the U.S. Pharmaceutical Industry, *The Antitrust Bulletin* 66 (2021), 100–112.
- Zelinsky, Edward A. The Defined Contribution Paradigm, *Yale Law Journal* 114 (2004), 451–534.
- Zetzsche, Dirk. § 53a AktG als Informationsnorm?, *Die Aktiengesellschaft* 2019, 701–708.
- Zetzsche, Dirk. Investment Law as Financial Law: From Fund Governance over Market Governance to Stakeholder Governance?, in: *Birkmose, Hanne S./Neville, Mette/Sorensen, Karsten Ensig (Hrsg.), The European Financial Market in Transition*, Wolters Kluwer, Alphen aan den Rijn 2012, 337–355.

- Zetzsche, Dirk.* Know Your Shareholder, der intermediärgestützte Aktionärsbegriff und das Hauptversammlungsverfahren: – zur Umsetzung des Kapitels Ia der reformierten AktionärsrechteRL –, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2019, 1–38.
- Zetzsche, Dirk.* Langfristigkeit im Aktienrecht? – Der Vorschlag der Europäischen Kommission zur Reform der Aktionärsrechterichtlinie, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2014, 1121–1131.
- Zetzsche, Dirk.* Pflichten institutioneller Anleger bei der Stimmrechtsausübung: Anmerkungen zur Reform der Aktionärsrechte-Richtlinie (SRD II), in: *Siekmann, Helmut (Hrsg., in Gemeinschaft mit Cahn, Andreas/Florstedt, Tim/Langenbacher, Katja/Redenius-Hövermann, Julia/Tröger, Tobias/Segna, Ulrich)*, Festschrift für Theodor Baums zum siebzigsten Geburtstag [FS Baums], Band II, Mohr Siebeck, Tübingen 2017, 1503–1521.
- Zetzsche, Dirk.* Pflichten von Asset Managern und Asset Ownern gem. §§ 134a ff. AktG, *Die Aktiengesellschaft* 2020, 637–657.
- Zetzsche, Dirk.* Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, Mohr Siebeck, Tübingen 2015.
- Zetzsche, Dirk/Eckner, David/Yeboah-Smith, Miko.* Investor Information and Reporting, in: *Zetzsche, Dirk (Hrsg.)*, *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Kluwer, 3. Aufl., Alphen aan den Rijn 2020, 397–438.
- Zingales, Luigi.* The Future of Securities Regulation, *Journal of Accounting Research* 47 (2009), 391–425.
- Zöllner, Wolfgang/Noack, Ulrich (Hrsg.)*. *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz [KKAktG]*, Carl Heymanns, Köln, Band 1: 3. Aufl. 2011, Band 3 Teillieferung 6: 3. Aufl. 2016.

