

§ 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 marktbasierte 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 Anlageentscheidungen 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 einheitlich 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 Oppositionsfractionen⁸⁷⁶ 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 oder 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/Tröger*, 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 Nerveinsatz 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-xbri-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 Verbraucherschutzes 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 *Roetzheim*, 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 – Rechtseinschätzung 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 – wenngleich zweifelnd – noch ein gewisses Verständnis zeigt und das eigentliche Problem auf der Rechtsfolgeseite 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; Brellachs, 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 Abstellungsverhalten 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/Belinga/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. *Elbauge*, 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 milderer 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 Formularen, in denen unter Darstellung etwaiger Besonderheiten (z.B. abweichende Abstimmungsrichtlinien und -praktiken für Fonds mit Nachhaltigkeits-thema) 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 Verordnungswege 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 Literatúrauswertung 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 Bebhuk/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 hinein zählen, 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 inferioren 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/Sa-lop, *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 *Elhagues* 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.