

§ 2 Tatsächliche Beteiligungsstrukturen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

A. Transparenz institutioneller Beteiligungen

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

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

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

I. Portfoliotransparenz bei Publikumsfonds

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

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

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

38 Richtlinie 2009/65/EG.

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

40 17 C.F.R. § 210.12-12.

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

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

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

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

42 17 C.F.R. § 274.150.

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

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

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

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

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

48 Richtlinie 2011/61/EU.

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

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

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

II. Universelle Meldepflichten für größere Beteiligungen

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

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

51 Dazu näher unten § 2 B.I.

52 Richtlinie 2004/109/EG.

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

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

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

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

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

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

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

57 Laut Gesamtexport der BaFin-Stimmrechtsdatenbank zum 31.12.2020.

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

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

58 Illustrativ insoweit der Bericht des 3. Untersuchungsausschusses der 19. Wahlperiode (Wirecard), BT-Drs. 19/30900, S. 694 ff., 1605 f. (Erläuterung der von Goldman Sachs gemeldeten Positionen).

59 Vgl. BaFin, Emittentenleitfaden Modul B (Stand 30.10.2018), Abschnitt I.2.5.6.4; RegE Zweites Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 12/6679, S. 54; RegE TransPuG, BT-Drs. 16/2498 S. 35; ASM/Schneider, § 34 WpHG Rn. 113 ff.; Emmerich/Habersack/Schürnbrand/Habersack, § 34 WpHG Rn. 18; Habersack/Mülbart/Schlitt/Buckel/Vogel, § 19 Rn. 99; mit beachtlichen Gründen a.A. etwa Burgard, BB 1995, 2069, 2076 f.; Happ, JZ 1994, 240, 244; Weber, NJW 1994, 2849, 2856. Rechtspolitisch für mehr Transparenz insoweit Schneider/Burgard, DB 1996, 1761, 1765 f.; für Offenlegung wohl auch MüKoAktG/Bayer, § 34 WpHG Rn. 30. Beachte in diesem Zusammenhang auch Fn. 845 und zugehörigen Text.

60 Zur Einordnung nach deutschem Aufsichtsrecht siehe §§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7 WpHG, 2 Abs. 2 Nr. 9 WpIG, 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG. Eine weitere aufsichtsrechtliche Kategorie der Vermögensverwaltung ist die Anlageverwaltung i.S.d. § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 11 KWG. Dabei handelt es sich um einen Auffangtatbestand für kollektive Vermögensverwaltungen außerhalb des Anwendungsbereichs des KAGB, vgl. BFS/Schäfer, § 1 KWG Rn. 192 ff.; von Livonius/Bernau, WM 2009, 1216, 1216 f.; BaFin, Merkblatt Anlageverwaltung (Stand 26.7.2013), Abschnitt 3.

61 Praktische Bedeutung erlangt dieser Mechanismus im Ergebnis vor allem für die Beteiligungen von BlackRock, Inc., siehe unten § 2 B.I und § 2 C.II.4.

62 Für eine umfangreiche Übersicht siehe BaFin, Emittentenleitfaden Modul B (Stand 30.10.2018), Abschnitt I.2.5.12; ferner Dietrich, ZIP 2016, 1612, 1614 ff.; speziell zu US-amerikanischen Fondsstrukturen ASM/Schneider, § 34 WpHG Rn. 108 f.

63 Vgl. zum ähnlichen Fall der sog. Private-Label-Fonds Bayer/Hoffmann, AG 2018, R252, R255.

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

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

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

65 ASM/Schneider, § 34 WpHG Rn. 56.

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

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

68 Unten § 3 C.II.2.

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

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

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

III. (In-)Transparenz anderer institutioneller Portfolios

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

1. USA: 13F-Transparenz

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

⁷² 15 U.S.C. § 78m(f).

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

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

⁷⁵ 15 U.S.C. § 78m(f)(1).

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

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

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

76 15 U.S.C. § 78m(f)(6).

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

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

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

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

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

82 Oben Fn. 54 und unten § 4 A.I.3.

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

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

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

2. Deutschland und EU

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

einzelner Wertpapiere sind hier nur für gruppeninterne Verflechtungen vorgesehen.⁹¹

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

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

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

92 EZB-Verordnung (EU) 1011/2012.

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

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

95 Verordnung (EU) 600/2014.

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

gene Fragestellungen fruchtbar machen, nicht hingegen als Beteiligungsrohdatenquelle.⁹⁷

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

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

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

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

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

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

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

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

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

B. Sekundärquellen

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

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

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

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

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

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

I. FactSet-Datenbank

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

II. Beteiligungsdaten

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

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

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

117 Unten § 2 C.II.4.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Tabelle 1. Übersicht zum Beteiligungsdatensatz

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

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

C. Beteiligungsstrukturen im deutschen Aktienmarkt

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

I. Allgemeines zu den Beteiligungsstrukturen

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

1. Verhältnis von größeren und kleineren Beteiligungen

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

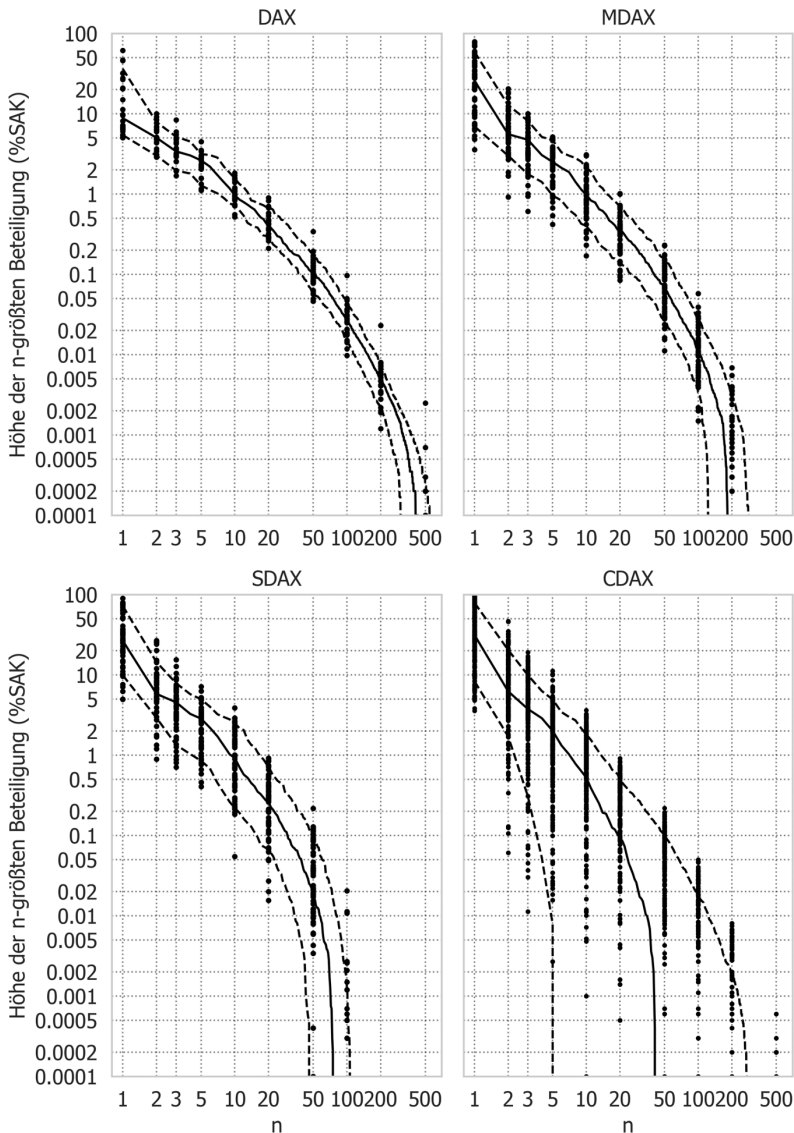
dizes und die diesbezügliche Variation. Hierzu wurden für jeden Emittenten zunächst alle Beteiligungen auf der konsolidierten Investorenebene nach ihrer Beteiligungsquote am Stammaktienkapital (% SAK) sortiert.¹²¹ Diese Sortierung ermöglicht es, für jeden Rang n die Verteilung der Beteiligungshöhen des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

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

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

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

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



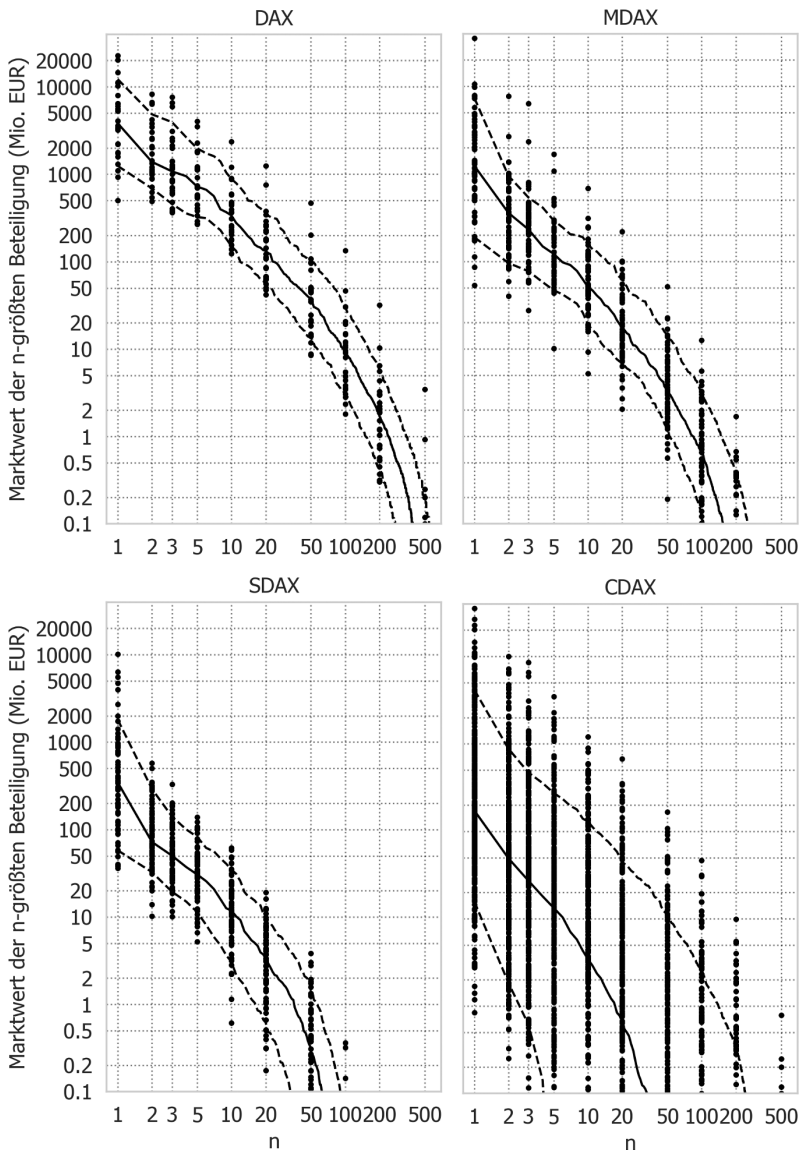
Für jeden Emittenten wurden alle Beteiligungen auf der konsolidierten Investorenebene nach ihrer Beteiligungsquote am Stammaktienkapital (% SAK) sortiert. Die durchgezogene Linie zeigt innerhalb der jeweiligen Emittentenpopulation die mediane Beteiligungsquote

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

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

123 Siehe auch noch unten § 3 A.I.4.

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



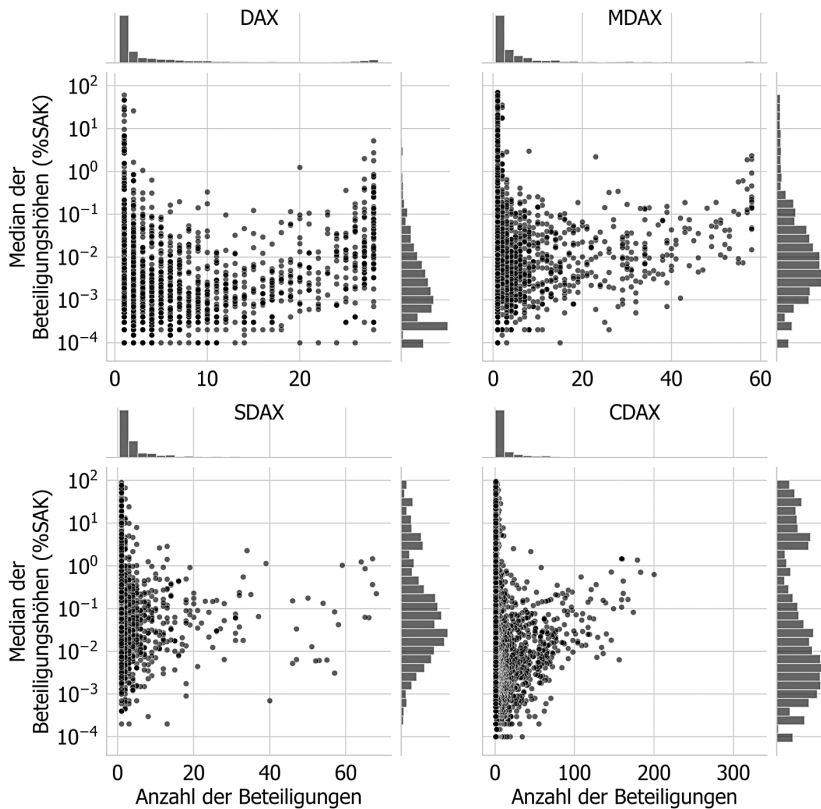
Für jeden Emittenten wurden alle Beteiligungen auf der konsolidierten Investorenebene nach ihren Marktwerten (Beteiligungsquote $\times$ Marktkapitalisierung) sortiert. Die durchgezogene

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

2. Beteiligungen nach Diversifikationsgrad

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

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



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

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

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

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

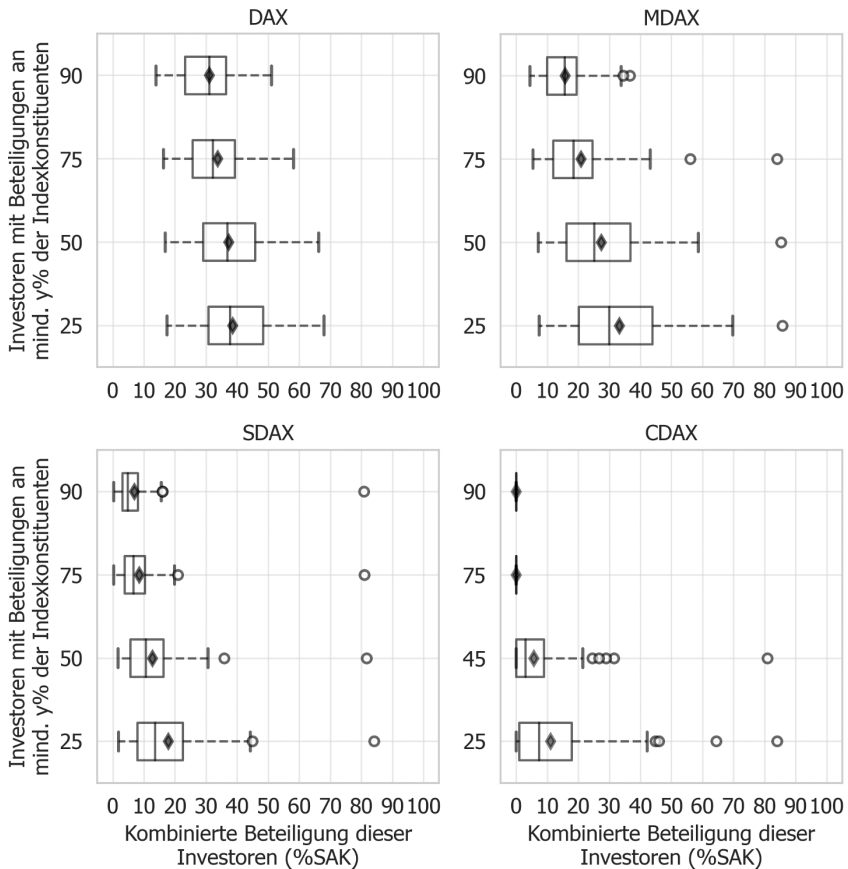
124 Mit ähnlichem Ansatz nunmehr auch *Amel-Zadeh/Kasperk/Schmalz*, ECGI Finance Working Paper No 838/2022, 11 und passim (95 %-Schwelle für Klassifikation als „universal owner“); zu den Problemen dieser Vorgehensweise und anderer ad-hoc-Ansätze noch unten § 2 C.III.

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

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

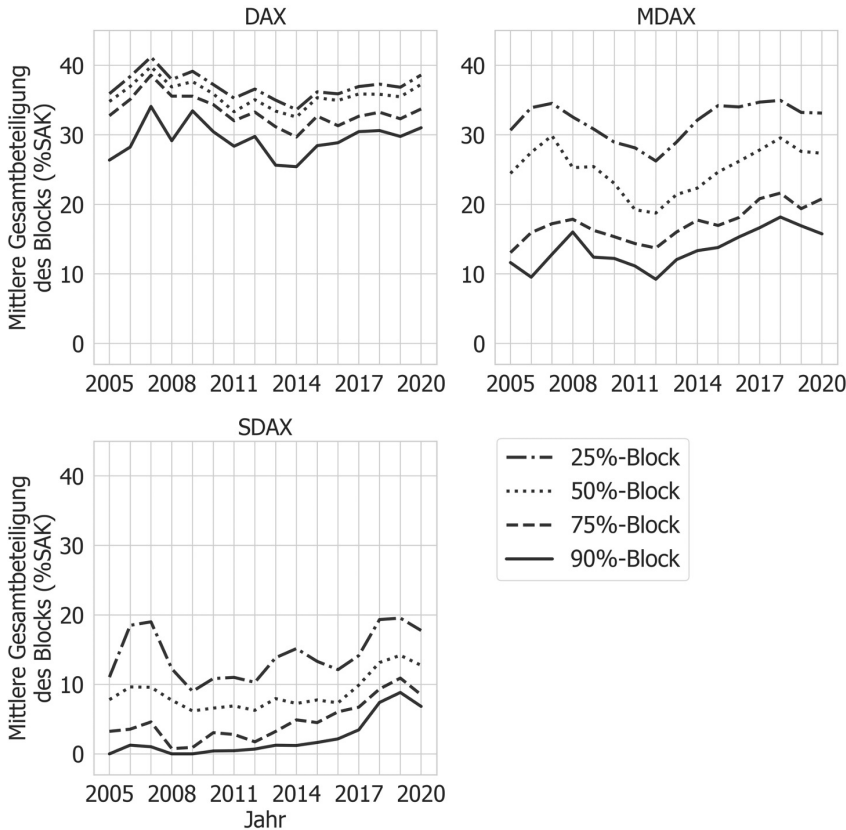
che über die Auswahlindizes hinweg diversifizierte Investoren mit ihren Beteiligungen leicht unterhalb der Hälfte von 325 bleiben.

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



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

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



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

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

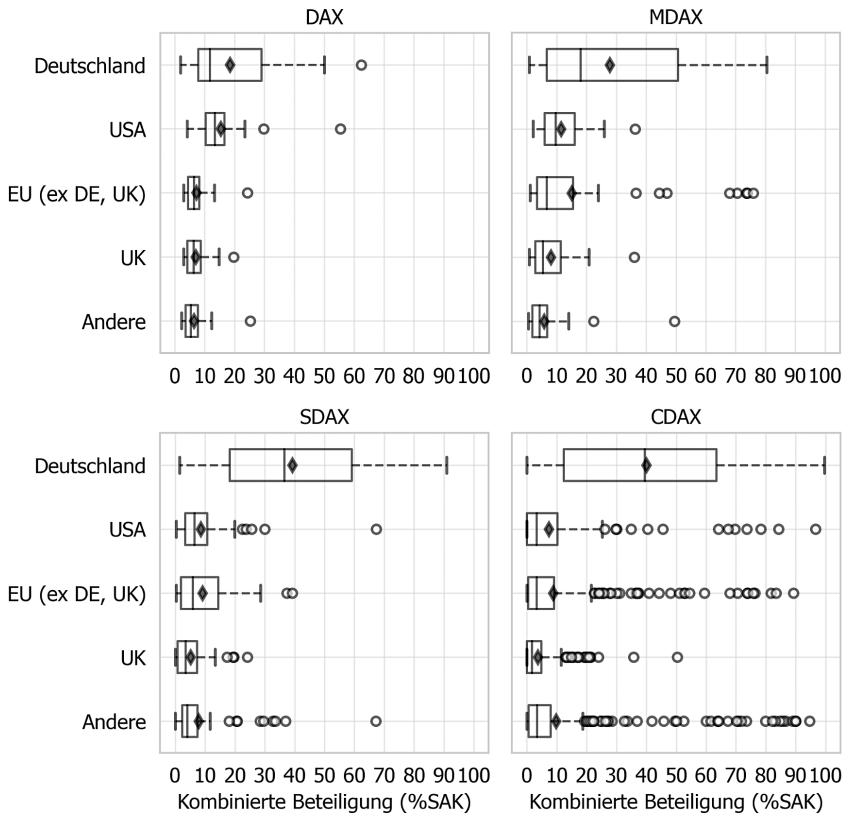
¹²⁷ Bei Betrachtung der Mediane statt der Mittelwerte fallen die Trends noch etwas weniger prägnant aus, qualitativ ergibt sich aber kein wesentlicher Unterschied.

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

3. Beteiligungsverhältnisse nach Herkunft

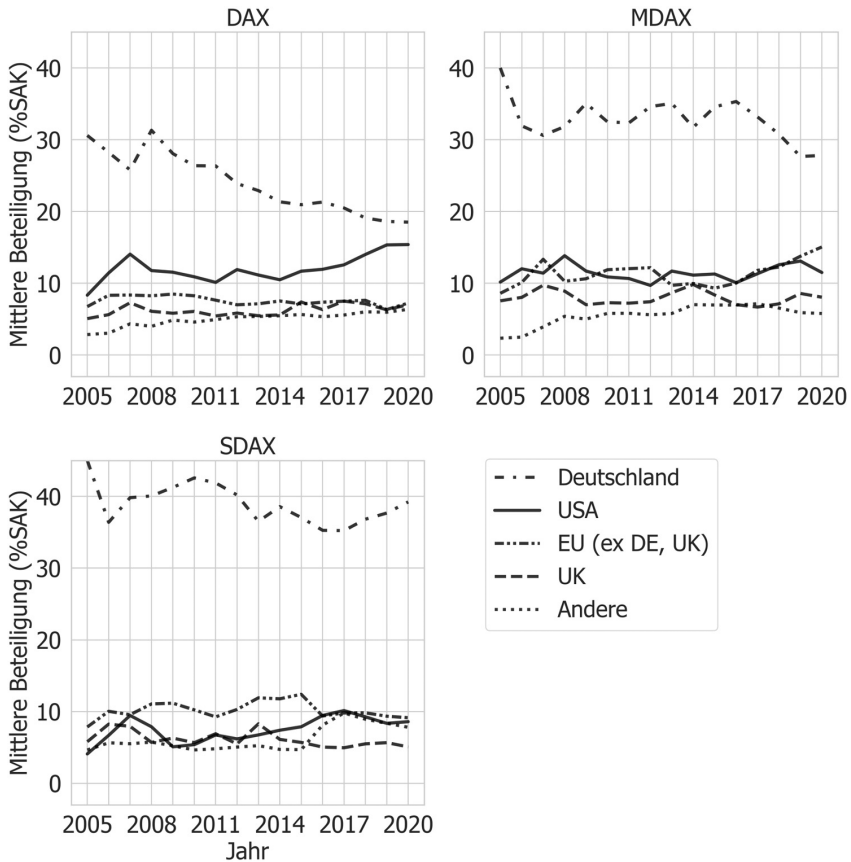
Abbildung 6 und Abbildung 7 folgen der gleichen Herangehensweise wie Abbildung 4 und Abbildung 5, schlüsseln die Investoren allerdings nicht nach Diversifikationsgrad, sondern nach ihrer Herkunft auf. Hierzu wurden die Daten auf der nicht konsolidierten Investorenebene einschließlich der Angaben zum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

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



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

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



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

II. (Passive) Vermögensverwalter

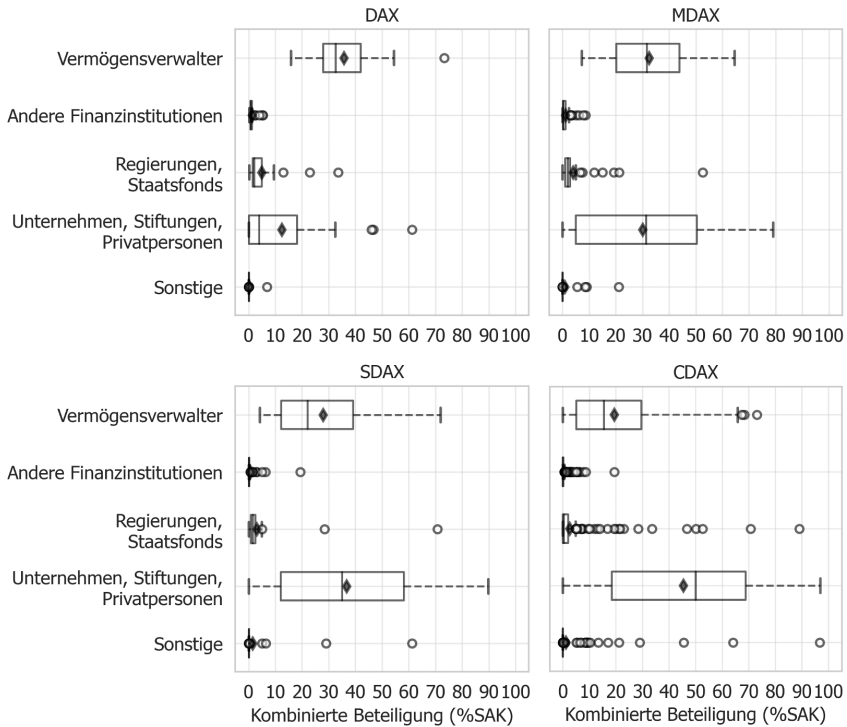
Nachdem der vorige Unterabschnitt einen Blick auf die Beteiligungsstrukturen in ihrer Gesamtheit geworfen hat, sollen im Folgenden die Beteiligungen in Händen der Vermögensverwalter genauer analysiert werden.

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

1. Rechtstatsächliche Bedeutung von Vermögensverwalter-Beteiligungen

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

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



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

Übersicht der Zuordnung zu den Investoren-Typen:

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

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

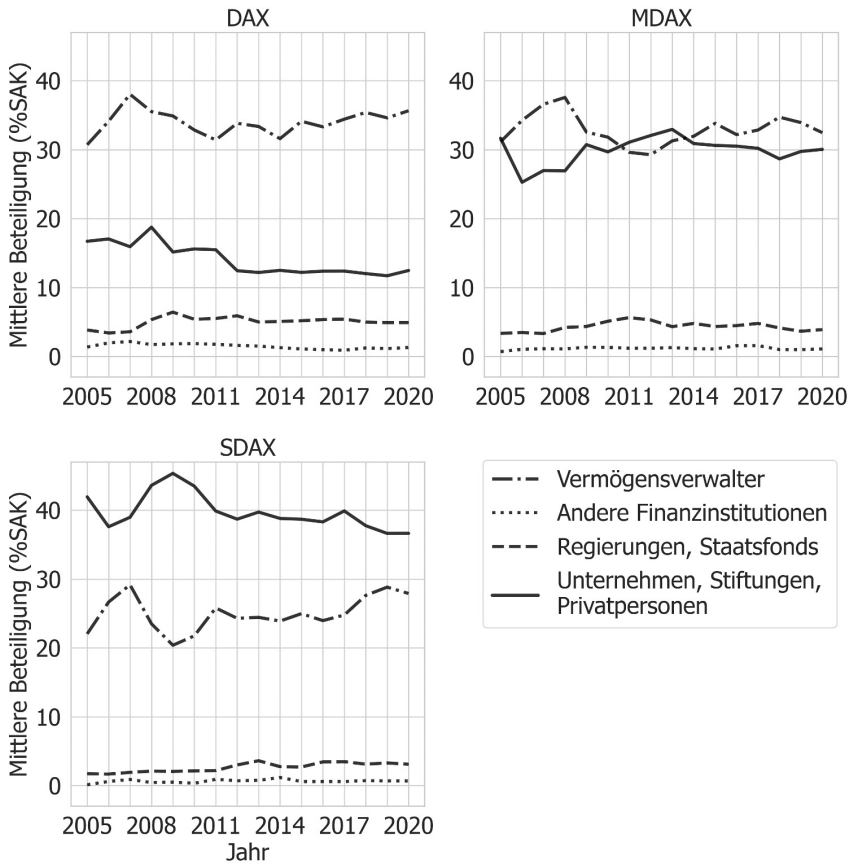
- *Sonstige*: „Real Estate Manager“, „Operating Division“, „Financing Subsidiary/SPE“, „Family Office“, „Extinct“, „Emp Stk Ownership Plan“, „Arbitrage“.

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

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

128 Oben § 2 A.III.2.

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



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

2. Vermögensverwalter nach Herkunft

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

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

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

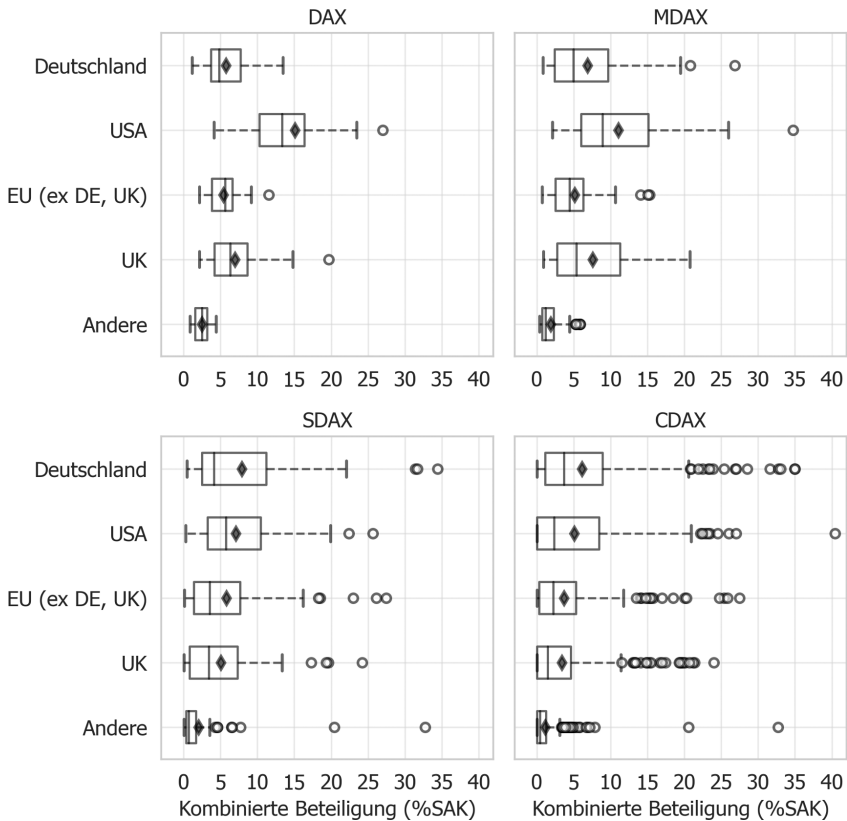
Diese Beobachtungen zeigen, dass es zu kurz griffe, eine rechtspolitisch orientierte Diskussion über die Rolle von Vermögensverwaltern in der Corporate Governance deutscher Gesellschaften allein mit Blick auf das deutsche und europäische Recht und hierzulande beaufsichtigte Vermögensverwalter zu führen.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

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

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

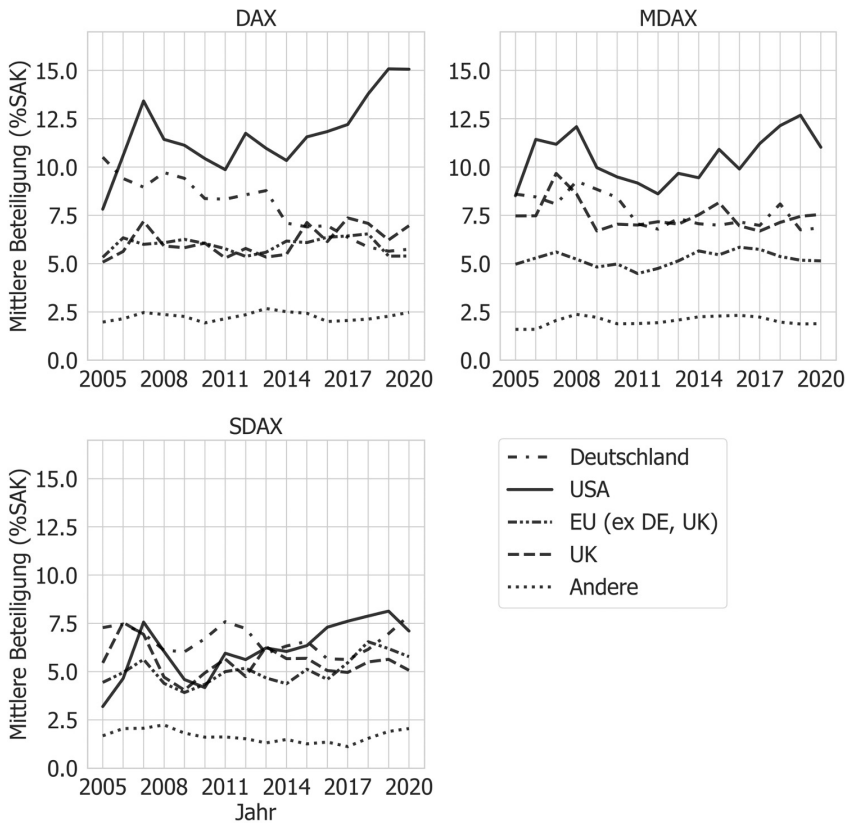
131 Dazu unten § 4 A.I, § 4 A.II.

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



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

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



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

3. Indexfonds

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

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

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

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

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

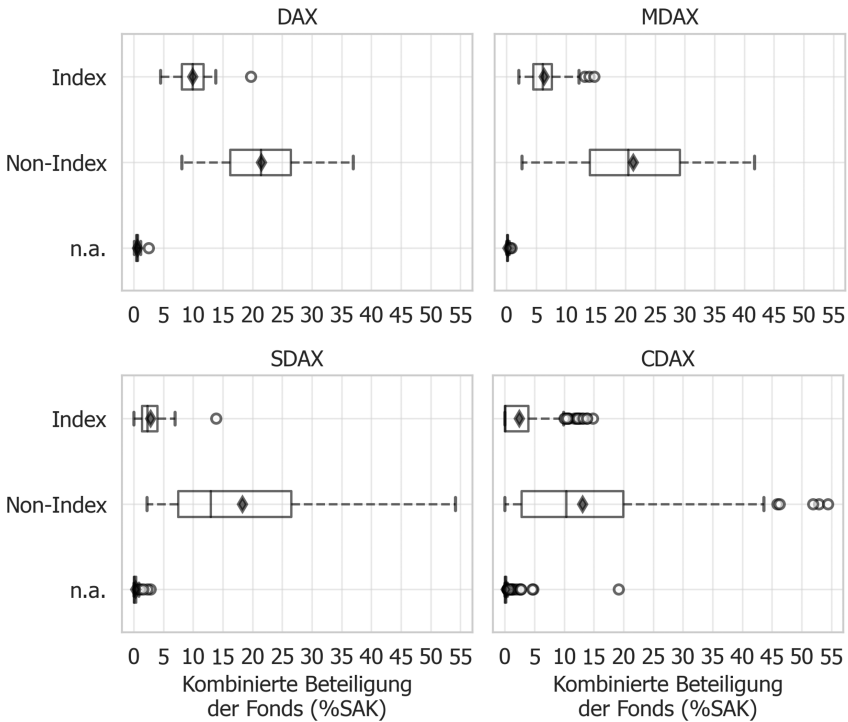
134 Näher zur Einordnung der deutschen Zahlen im Vergleich zu den USA unten § 2 D mit Tabelle 4.

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

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

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

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



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

Übersicht der Zuordnung zu den Fondskategorien:

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

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

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

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

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

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

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

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

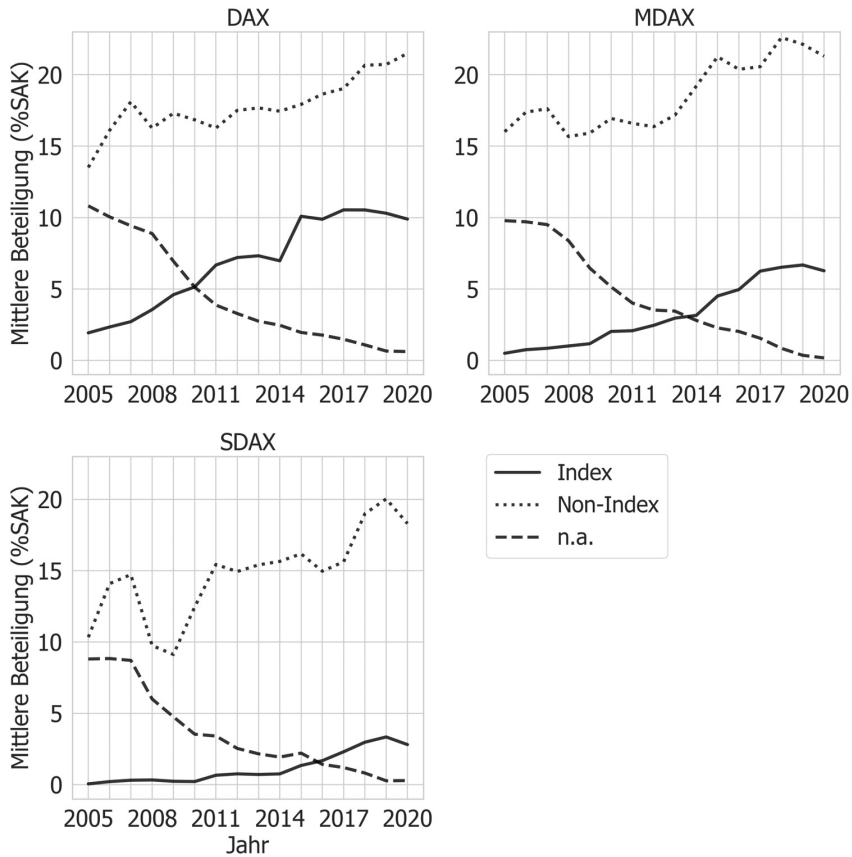
zierungselemente in der gesetzlichen Rentenversicherung¹⁴¹ könnten mittelfristig das Interesse an indexbasierten Produkten weiter fördern. Für einen weiteren Anstieg der Beteiligungsquoten passiver Verwalter an inländischen Gesellschaften kann es ferner genügen, dass sich der Trend zur international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

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

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

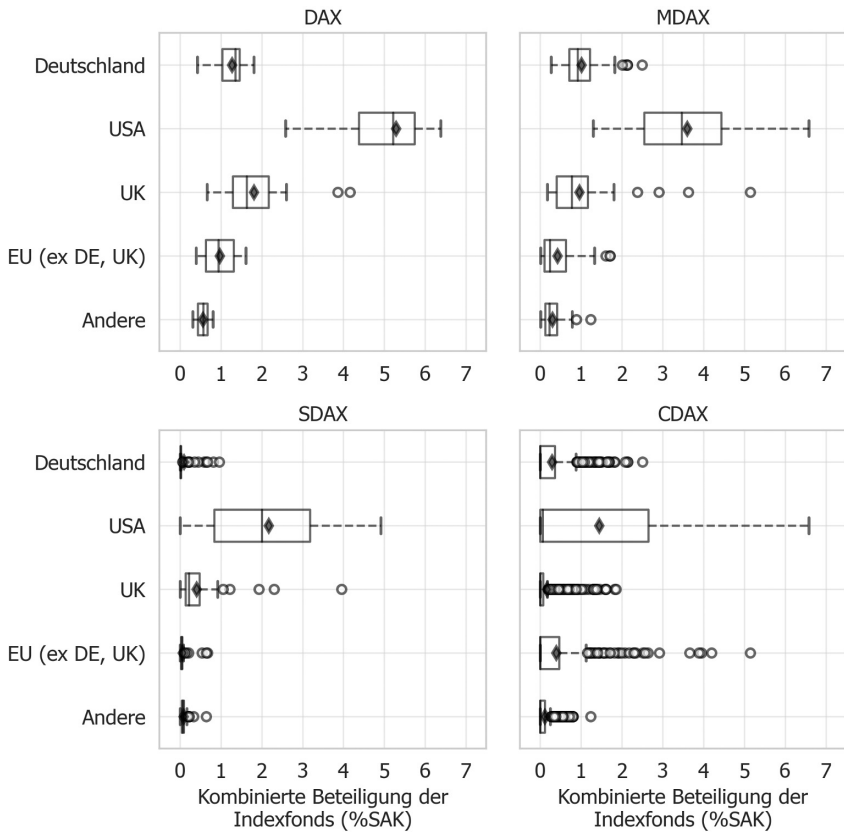
141 SPD/Bündnis 90/Die Grünen/FDP, Koalitionsvertrag (2021), S. 6, 73.

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



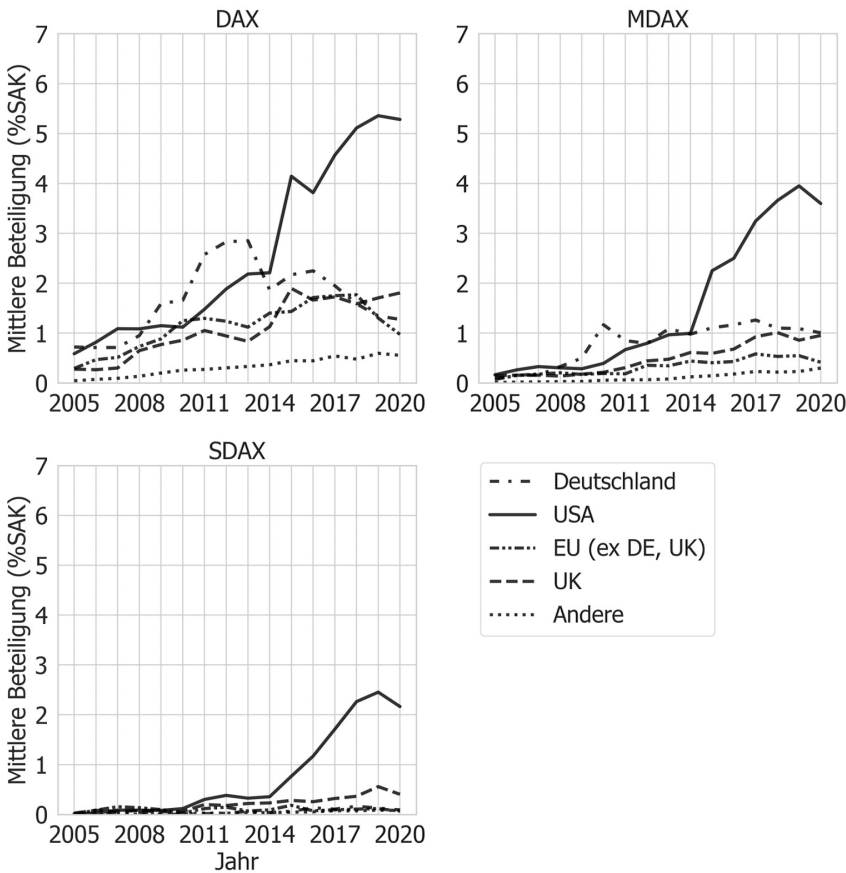
Die der Abbildung 12 zugrundeliegenden Berechnungen wurden für sämtliche Jahre des Betrachtungszeitraums (2005 bis 2020) wiederholt. Die Zeitreihen zeigen jeweils den Mittelwert (in den Boxplots in Abbildung 12: Diamant) der so berechneten Verteilungen. Die Darstellung für den CDAX entfällt, da insoweit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

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



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

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



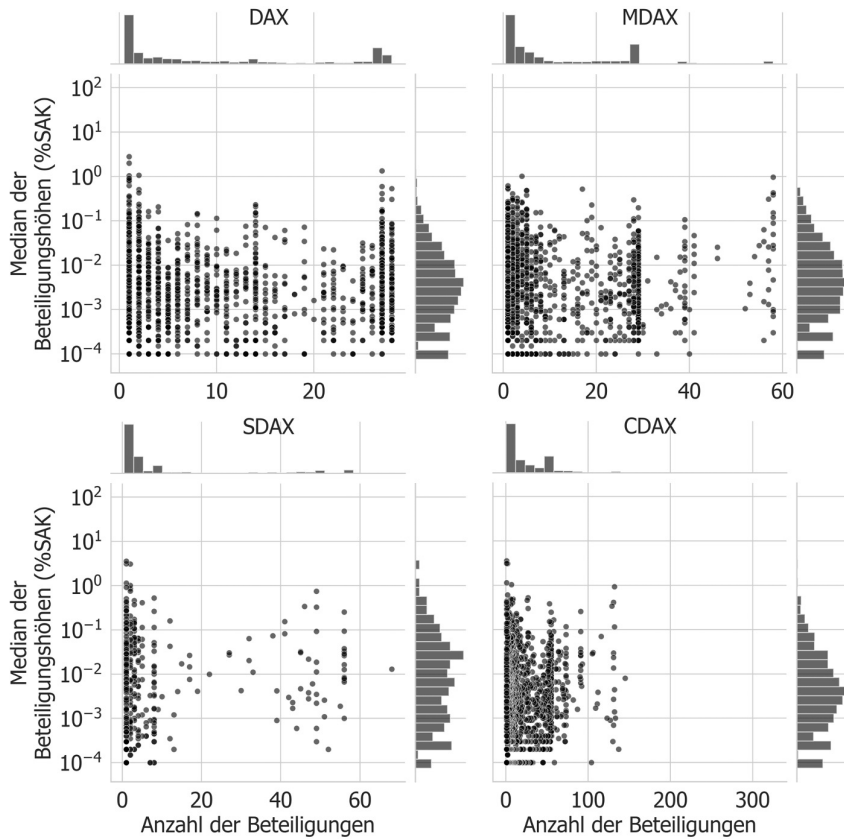
Die der Abbildung 14 zugrundeliegenden Berechnungen wurden für sämtliche Jahre des Betrachtungszeitraums (2005 bis 2020) wiederholt. Die Zeitreihen zeigen jeweils den Mittelwert (in den Boxplots in Abbildung 14: Diamant) der so berechneten Verteilungen. Die Darstellung für den CDAX entfällt, da insoweit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

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

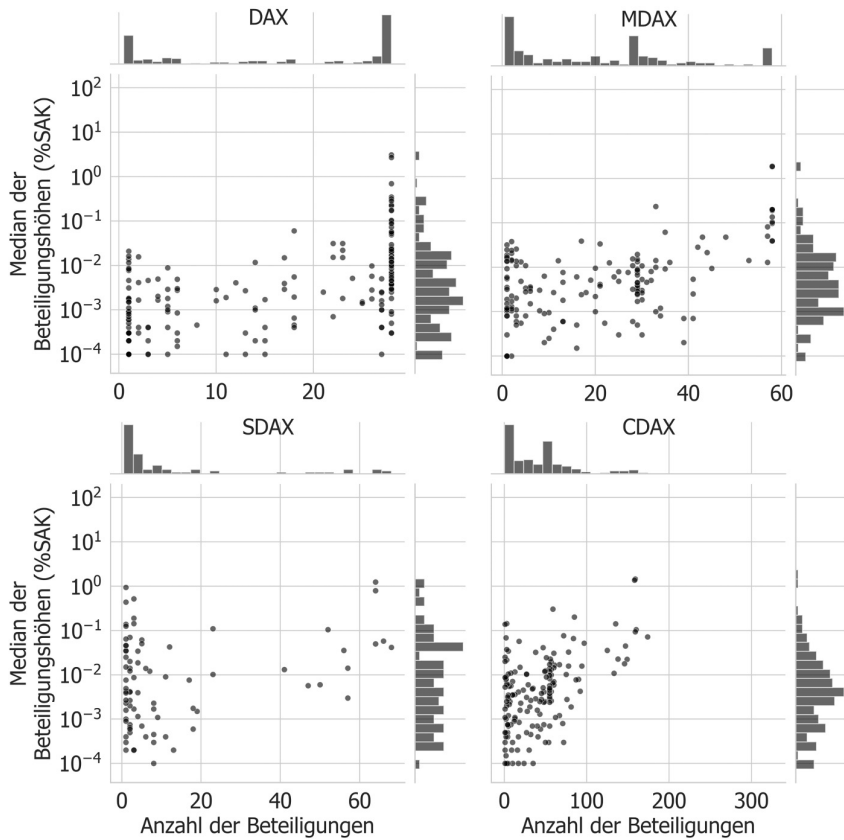
zuführen ist. In den Diagrammen in Panel B sind die einzelnen Indexfonds auf Ebene der globalen Muttergesellschaft der Verwaltungsgesellschaft konsolidiert. Hier stehen Indexfonds-Verwaltern mit gruppenweit kleineren Beteiligungen zwei Verwalter-Gruppen mit deutlich höheren medianen Beteiligungen gegenüber,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

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

Panel A

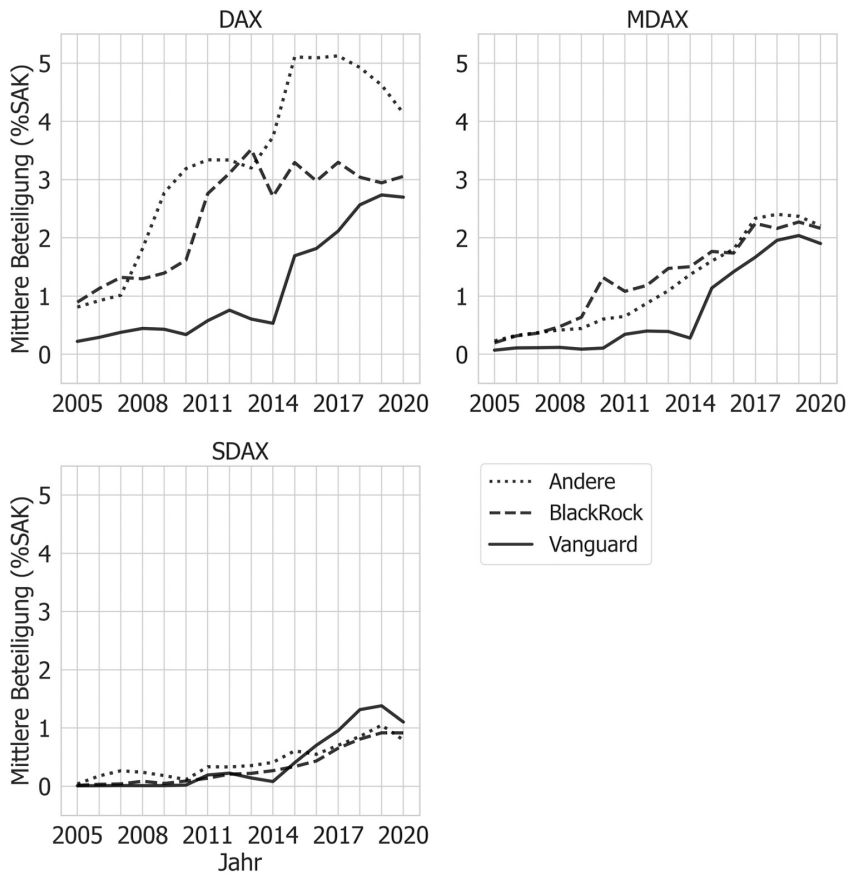


Panel B



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

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



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

4. Die „Großen ...“

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Tabelle 2. Übersicht zur Bedeutung ausgewählter Investoren

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

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

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

III. Gewinngewichtsanalyse

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

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

150 Vgl. *Flood*, *Leadership change at Amundi and BlackRock sparks fresh rivalry*, *Financial Times* (online) v. 14.2.2021, <https://www.ft.com/content/ec5b79b1-b946-467d-ae1d-748c4b86eacd>.

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

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

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

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

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

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

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

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

1. Kappa-Modell

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

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

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

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

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

158 Unten § 3 D und § 5 C.III.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

$$\kappa_{fg} = \frac{\sum_{\forall s} \beta_{fs} \beta_{gs}}{\sum_{\forall s} \beta_{fs}^2} = \frac{\beta_f \cdot \beta_g}{\beta_f \cdot \beta_f}.$$

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. Gewinngewichte im deutschen Aktienmarkt

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

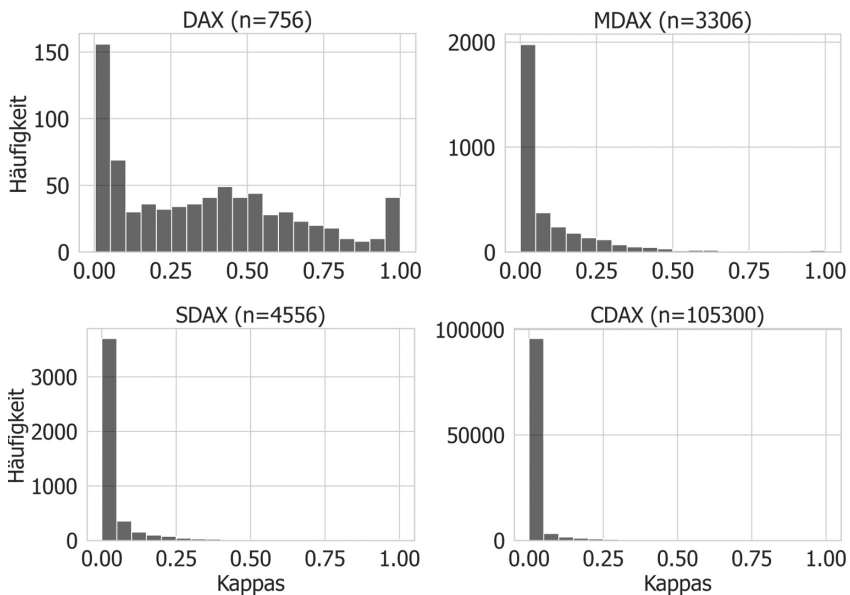
171 Unten § 3 D.I und § 3 D.II.

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

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

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

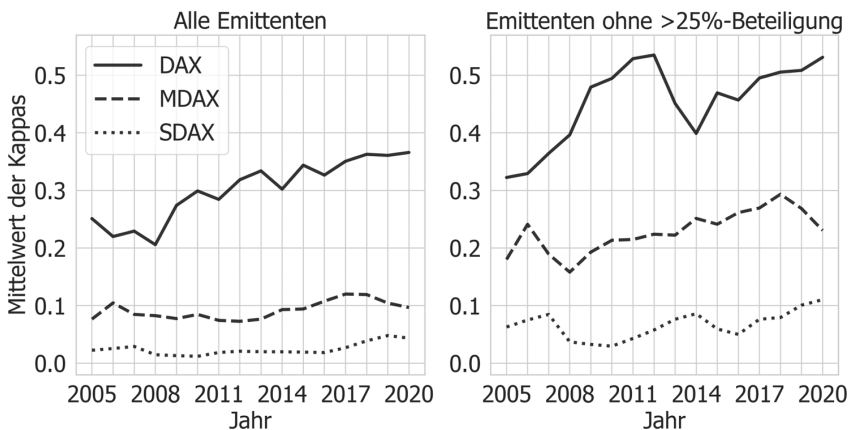
Abbildung 18. Verteilung der Gewinngewichte innerhalb der Indizes (2020, konsolidierte Investorenebene)



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

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

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



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

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

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

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

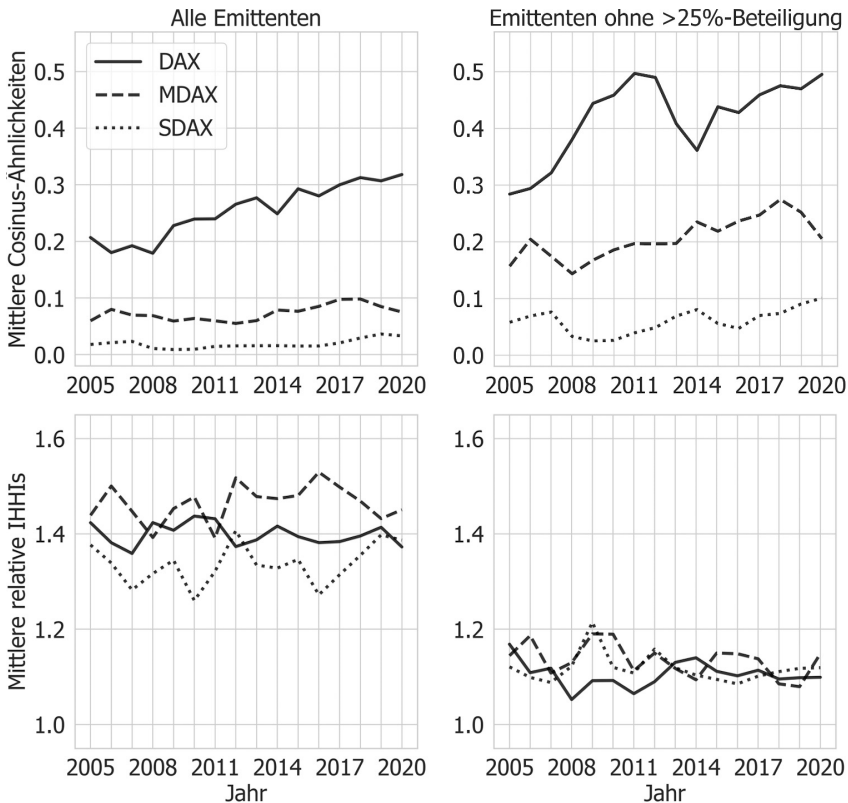
175 In diesem Zusammenhang ist auch zu beachten, dass sich eine absolute Änderung der Cosinus-Ähnlichkeit deutlich stärker auf die berechneten Kappas auswirkt als eine absolut ebenso große Änderung der relativen Investorkonzentrationen. Entscheidend ist jeweils die Entwicklung relativ zum Vorniveau.

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

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

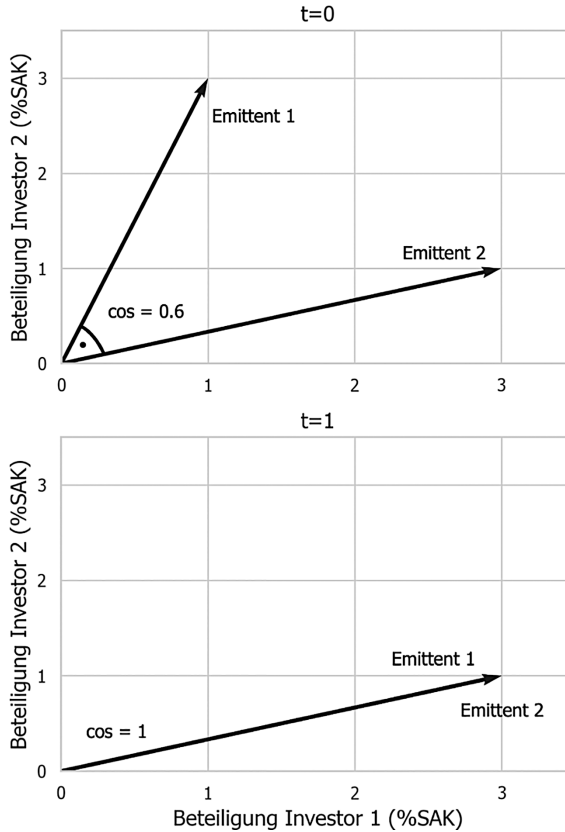
dass im Zeitpunkt $t=0$ der Investor 1 Gewinne des Emittenten 2 bevorzugt, während Investor 2 Gewinne des Emittenten 1 bevorzugt. Im Zeitpunkt $t=1$ sind sowohl Investor 1 als auch Investor 2 indifferent, bei welchem Emittenten die Gewinne anfallen.

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



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

Abbildung 21. Illustration zur Änderung der Cosinus-Ähnlichkeiten



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

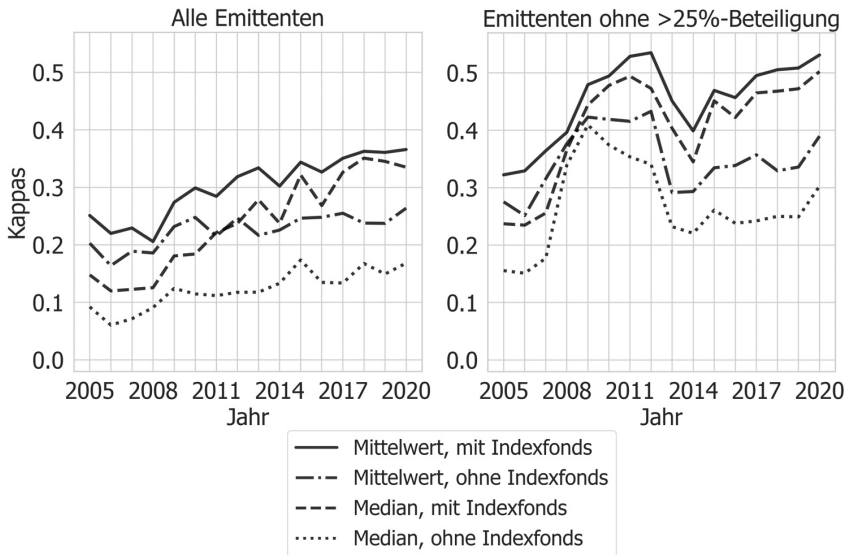
Abbildung 22 zeigt abschließend, wie stark die für den DAX berechneten Gewinngewichte im Zeitverlauf von den Beteiligungen der Indexfonds abhängen. Zu diesem Zweck wurden die Kappas erneut auf Basis einer kontrafaktischen Beteiligungsmatrix unter Ausschluss aller Index-

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

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

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

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



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

D. Internationaler Vergleich

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

184 Dazu noch unten § 5 C.

Tabelle 4. Ausgewählte Metriken im internationalen Vergleich

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

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

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

E. Zusammenfassung zu § 2

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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