

Sebastian Steuer

Passive Investoren

Indexbasierte Vermögensverwaltung und die
Corporate Governance der Publikumsgesellschaft



Nomos

Gesamtes Recht der Unternehmen und Finanzen

Herausgegeben von

Prof. Dr. Roland Broemel

Prof. Dr. Georg Hermes

Prof. Dr. Matthias Jahn

Prof. Dr. Katja Langenbacher

Begründet von Prof. Dr. Brigitte Haar

Band 1–4 erschienen in

„Recht der Unternehmen und Finanzen“

Band 10

Sebastian Steuer

Passive Investoren

Indexbasierte Vermögensverwaltung und die
Corporate Governance der Publikumsgesellschaft



Nomos

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

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

1. Auflage 2022

© Sebastian Steuer

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

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

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

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

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



Onlineversion
Nomos eLibrary



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

Dem Andenken an Benjamin

Vorwort

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

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

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

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

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

Frankfurt am Main im August 2022

Inhaltsverzeichnis

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

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

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

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

Abbildungsverzeichnis

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

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

Tabellenverzeichnis

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

Abkürzungsverzeichnis

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

Abkürzungsverzeichnis

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

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

