

## § 6 Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse

Inspiziert durch ähnlich gelagerte Diskussionen in den USA hat die Untersuchung danach gefragt, inwieweit der Bedeutungsgewinn der passiven Kapitalanlage, insbesondere über Indexfonds, eine Reaktion des deutschen oder europäischen Gesetzgebers im Schnittpunkt zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht erfordert.

In einem ersten Schritt wurde die rechtstatsächliche Verbreitung passiv verwalteter Beteiligungen dokumentiert (§ 2). Dazu wurde ein umfangreicher Datensatz zu den Beteiligungsstrukturen im deutschen Aktienmarkt erhoben und ausgewertet. Die Ergebnisse wurden mit entsprechendem Zahlenmaterial für den europäischen Raum und die USA verglichen.

Hierbei zeigt sich, dass Indexfonds in den Beteiligungsstrukturen deutscher Publikumsgesellschaften mittlerweile eine nicht ganz zu vernachlässigende Rolle spielen. Konkret lag die mittlere aggregierte Beteiligungsquote von Indexfonds im DAX Ende 2020 bei etwa 10 %, im MDAX bei etwa 6 % und im SDAX bei etwa 3 %. Ein ähnliches Bild ergibt sich auch auf der europäischen Ebene, mit Werten von etwas mehr als 9 % im Euro Stoxx 50 und etwa 8 % für den STOXX Europe 600. In den USA spielen Indexfonds demgegenüber eine deutlich größere Rolle in den Beteiligungsstrukturen. Hohe Beteiligungsquoten der Indexfonds sind dort auch nicht im Large-Cap-Segment konzentriert, sondern durchziehen praktisch den gesamten Aktienmarkt. So lag im S&P 500 die mittlere Beteiligungsquote der Indexfonds Ende 2020 bei etwa 21 %, im Russell 1000 bei etwa 19 % und im Russell 2000 bei etwa 17 %. Mit Blick auf die internationale Struktur der Indexfonds-Beteiligungen fällt auf, dass mehr als die Hälfte dieser Beteiligungen an deutschen Aktiengesellschaften auf Fonds entfällt, die in den USA verwaltet werden. Bei US-Gesellschaften hingegen entfällt umgekehrt nur ein Bruchteil der Indexfonds-Beteiligungen auf ausländische Verwalter.

Der Bedeutungsgewinn der passiven Kapitalanlage führt auch dazu, dass Publikumsgesellschaften in zunehmendem Umfang über gemeinsame Investoren indirekt miteinander verflochten sind. Das Ausmaß dieser auch unter dem Stichwort „Common Ownership“ diskutierten Verflechtungen kann mithilfe sogenannter Gewinngewichte (Kappas) quantifiziert werden. Sie beschreiben die modelltheoretischen Anreize einer Firma, die von einer anderen Firma erzielten Gewinne zu internalisieren. Gemessen

anhand solcher Gewinngewichte fällt auch das Ausmaß von Common Ownership in US-Indizes deutlich höher aus als in deutschen und europäischen Indizes. Hier wie dort tragen auch diversifizierte Beteiligungen jenseits der Indexfonds in nicht unerheblichem Umfang zu den Horizontalverflechtungen bei. Erneut lässt sich aber in den Daten zum deutschen Markt beobachten, dass die Bedeutung indirekter Horizontalverflechtungen jenseits des Large- und Mid-Cap-Segments drastisch abnimmt. Lag das mittlere Gewinngewicht im DAX Ende 2020 bei 0,37, betrug es im SDAX nur noch 0,04. Dem stehen in den USA Werte von 0,67 im S&P 500 und 0,33 im Russell 2000 gegenüber.

In einem zweiten Schritt wurde die Rolle passiver Vermögensverwalter in der Corporate Governance unter ökonomischen Gesichtspunkten in den Blick genommen (§ 3 ).

Ausgangspunkt der Analyse war dabei die Beobachtung, dass passive Verwalter in der Corporate Governance der Portfoliogesellschaften als Intermediäre („Stewards“) ihrer Endanleger mitwirken. Ihre Anreize zur Mitwirkung unterscheiden sich daher erheblich von denen eines Direktanlegers und entsprechen nicht notwendigerweise dem Optimum aus Sicht der Endanleger. Agenturkonflikte zwischen Vermögensverwaltern und Endanlegern sind dem Grunde nach zwar kein Spezifikum der passiven Verwaltung. Im Vergleich zur aktiven Verwaltung treten sie hier aber in verschärfter Form auf, namentlich aufgrund der geringeren Gebührenquoten und der weitgehenden Irrelevanz performancebasierten Wettbewerbs. Die Agenturprobleme der passiven Verwaltung hängen nicht entscheidend davon ab, ob diversifizierte Anleger primär eine portfolioorientierte Zielfunktion verfolgen. Die bei indexbasierten Anlagestrategien fehlende Exit-Möglichkeit könnte sich auch nachteilig auf die Effektivität der von passiven Verwaltern ausgeübten Voice-Governance auswirken.

Deskriptive Befunde über die Zahl der informellen Kontaktaufnahmen (engagements) mit Portfoliogesellschaften und über die personelle Ausstattung der „Stewardship-Abteilungen“ großer passiver Verwalter unterstützen die These, dass diese nicht nur bei der Anlagestrategie, sondern auch bei der Mitwirkung in den Portfoliogesellschaften eine eher passive Rolle einnehmen. Eine breit angelegte Studie aus den USA zeigt etwa, dass Indexfonds bei streitigen Abstimmungsgegenständen ihre Stimmrechte häufiger in Übereinstimmung mit den Empfehlungen der Unternehmensführungen ausüben als aktive Fonds. Die Ergebnisse empirischer Untersuchungen, die die Bedeutung passiver Vermögensverwalter für die Corporate Governance allein im „Russell-Setting“ analysieren, sind hingegen mit Vorsicht zu genießen. Hierzu gehört auch eine vielbeachtete Studie, die

ein insgesamt optimistisches Bild von der Rolle passiver Vermögensverwalter in der Corporate Governance gezeichnet hat.

Eine pessimistische Sicht auf die Stewardship-Anreize passiver Vermögensverwalter schließt allerdings nicht aus, dass die indirekte Horizontalverflechtung über passive Vermögensverwalter nachteilige Effekte für den Produktmarktwettbewerb mit sich bringen könnte. Die traditionellen industrieökonomischen Modelle zu den wettbewerblichen Auswirkungen von Common Ownership, die auch das theoretische Fundament vielbeachteter empirischer Studien bilden, beruhen zwar auf Annahmen, die unter Corporate Governance- und Stewardship-Gesichtspunkten schwer nachvollziehbar scheinen. Ein neuerer Modellierungsansatz rückt hingegen den interessanten Gedanken in den Vordergrund, dass schwache Anreize der Unternehmensführungen zur Maximierung des eigenen Unternehmenswerts durchaus im Interesse der gemeinsamen Eigentümer liegen könnten, wenn diese schwachen Anreize zwar zu höheren Produktionskosten, im Gleichgewicht aber auch zu höheren Preisen führen.

Aufbauend auf dieser Problemanalyse wurde in einem dritten Schritt gefragt, mit welchen Instrumenten das Recht gegenwärtig auf die beschriebenen Anreizprobleme in der Vermögensverwaltung reagiert. Dabei wurden aufgrund der großen rechtstatsächlichen Bedeutung von US-Verwaltern auch die einschlägigen US-amerikanischen Vorgaben in den Blick genommen.

Das US-amerikanische Kapitalanlagerecht im Zuständigkeitsbereich der SEC setzt zur Steuerung des Stewardship-Verhaltens von Publikumsfonds im Kern auf eine Kombination aus allgemeinen Interessenwahrungspflichten (fiduciary duties) und Transparenzvorschriften. Aus den allgemeinen Interessenwahrungspflichten leitet die SEC im Grundsatz eine Pflicht zur Ausübung der Stimmrechte her. Auf dem Form N-PX müssen Fondsverwalter ihr gesamtes Abstimmungsverhalten in allen Portfoliogesellschaften offenlegen, einschließlich in deutschen und europäischen Gesellschaften. Ähnliche fiduciary duties finden unter den Vorgaben des ERISA auch auf die Verwalter privater Pensionspläne Anwendung.

Das europäische und deutsche Recht setzen im Ausgangspunkt ebenfalls auf eine Kombination aus allgemeinen Interessenwahrungspflichten und Transparenzpflichten. Die ersteren finden sich allein im Fachaufsichtsrecht. Das Interesse der Finanzaufsichtsbehörden an Stewardship-Themen fällt hier dem Anschein nach aber deutlich geringer aus als in den USA. Beachtung verdient § 94 Satz 3 KAGB, der – nach hier vertretener Auffassung – Verwalter inländischer Sondervermögen grundsätzlich zur Ausübung der Stimmrechte aus Aktien inländischer Gesellschaften ver-

pflichtet. Neben die fachaufsichtsrechtlichen Regelungen treten die Stewardship-Transparenzvorschriften der §§ 134a ff. AktG. Der Gesetzgeber hat sich hier auf eine Eins-zu-Eins-Umsetzung der knappen und teils recht unbestimmten Vorgaben der ARRL II beschränkt. Eine umfassende Beaufsichtigung dieses Regelungskomplexes durch die BaFin ist nicht vorgesehen. Das gesetzgeberische Durchsetzungskonzept beschränkt sich im Kern auf eine äußerst eng gefasste Bußgeldvorschrift, für deren Anwendung die Länder zuständig sind.

In einem letzten Schritt wurden diese rechtlichen Rahmenbedingungen im Lichte der zuvor gefundenen rechtstatsächlichen und rechtsökonomischen Ergebnisse einer kritischen Würdigung unterzogen, um etwaiges Verbesserungspotential *de lege ferenda* zu identifizieren. Zudem wurden weitergehende, d.h. über eine Nachschärfung des bestehenden Instrumentariums hinausgehende, Handlungsmöglichkeiten des Gesetzgebers evaluiert.

Besonderes Augenmerk galt im Rahmen dieser rechtspolitischen Diskussion der Rolle von Transparenzvorschriften. Der europäische Gesetzgeber hat dieses Instrument im Rahmen der ARRL II ganz in den Mittelpunkt gerückt. Ökonomisch lässt sich der Sinn stewardship-bezogener Transparenzvorschriften indes nur in begrenztem Umfang mit Erwägungen zur Aktivierung bestimmter Marktmechanismen motivieren. Dies gilt insbesondere mit Blick auf passive Verwaltungsmodelle. Bei der rechtspolitischen Bewertung von Transparenzvorschriften sollten aber auch die nützlichen Nebenwirkungen eines erhöhten Transparenzniveaus für andere Stakeholder als die unmittelbar betroffenen Marktteilnehmer nicht völlig außer Acht gelassen werden. Unabhängig von der konkreten Motivation ist ein Minimum an Standardisierung und hoheitlicher Durchsetzung eine Grundvoraussetzung dafür, dass Stewardship-Transparenzvorschriften in der Praxis einen nützlichen Zweck erfüllen können. Die §§ 134a ff. AktG und die zugrundeliegenden Richtlinienvorgaben genügen dieser Grundvoraussetzung nicht. Die höchst defizitäre Ausgestaltung dieser Vorschriften wird insbesondere im Rechtsvergleich mit den USA offenbar.

Der Fokus des deutschen und europäischen Gesetzgebers im Bereich der Investor Stewardship sollte *de lege ferenda* vor allem auf inkrementellen Verbesserungen der dem Grunde nach schon bestehenden Mechanismen liegen. Anzuregen ist hier insbesondere eine Revision der in der konkreten Ausgestaltung misslungenen Stewardship-Transparenzvorschriften der ARRL II. Ergänzend könnte ein sinnvoller erster Schritt darin liegen, nach US-Vorbild auf eine stärkere Konkretisierung und Durchsetzung der stewardship-relevanten Anforderungen hinzuwirken, die sich aus allgemei-

nen aufsichtsrechtlichen Interessenwahrungspflichten ergeben. Radikale Eingriffe in die bestehenden Marktstrukturen zur Bewältigung der besonderen Probleme der passiven Vermögensverwaltung (einschließlich den möglichen Problemen von Common Ownership), wie sie in den USA von manchen erwogen werden, scheinen bereits mit Blick auf die unterschiedliche rechtstatsächliche Ausgangslage bislang nicht angezeigt.