

MAX A. WINTERHALDER

Indexfonds in der Corporate Governance

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
100*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

100



Max A. Winterhalder

Indexfonds in der Corporate Governance

Mitwirkung in börsennotierten
Aktiengesellschaften

Mohr Siebeck

Max A. Winterhalder, geboren 1994; Studium der Rechtswissenschaften an der Bucerius Law School und der University of Miami; 2018 Erstes juristisches Staatsexamen; 2019–21 Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels- und Gesellschaftsrecht, Rechtstheorie an der Bucerius Law School; 2020 Visiting Researcher an der UCLA School of Law; 2021 Promotion; seit 2021 Rechtsreferendar am Hanseatischen Oberlandesgericht.
orcid.org/0000-0003-2011-1827

ISBN 978-3-16-161244-2/eISBN 978-3-16-161245-9
DOI 10.1628/978-3-16-161245-9

ISSN 2193-7273/eISSN 2569-4480
(Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2022 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Laupp & Göbel in Gomaringen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Printed in Germany.

Meinen Eltern, Isabella & Werner

Vorwort

Diese Arbeit wurde im Herbsttrimester 2021 an der Bucerius Law School als Dissertation angenommen. Die mündliche Prüfung fand am 13.10.2021 statt. Die Literatur ist im Wesentlichen auf dem Stand von April 2021, alle Links wurden zuletzt am 14.11.2021 abgerufen. Ich danke meinem Doktorvater und Erstgutachter Prof. Dr. Thilo Kuntz, LL.M. (University of Chicago) für die weitgehende Freiheit bei der Forschung und die hilfreichen Anregungen für dieses Projekt sehr. Prof. Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (University of Chicago) danke ich für die zügige Anfertigung des Zweitgutachtens. Prof. Dr. Rüdiger Veil danke ich herzlich für die Aufnahme in diese Schriftenreihe. Für die Idee zu dieser Arbeit möchte ich meinem Freund Jan Willem Kothe danken. Meinen anderen Kommilitonen sei für die fruchtbaren Diskussionen auch über andere Themen gedankt. Allen Kolleginnen und Kollegen vom Lehrstuhl Privatrecht II danke ich für die mehr als angenehmen gemeinsamen Jahre. Meiner Verlobten Erika Voronjanskaja danke ich von ganzem Herzen für ihre Unterstützung und ihr Vertrauen in unsere gemeinsame Zukunft. Meinen Eltern, die meinen gesamten Lebensweg ermöglicht haben, ist diese Arbeit gewidmet.

Hamburg, November 2021

Max A. Winterhalder

Inhaltsübersicht

Vorwort.....	VII
Inhaltsverzeichnis.....	XI
Abkürzungsverzeichnis	XX
A. Einleitung	1
I. Indexfonds und Mitwirkung.....	1
II. Kritik an Indexfonds in den USA.....	3
III. Verortung in der Corporate Governance-Forschung.....	8
IV. Leitfragen und Begrenzung.....	15
V. Methoden.....	17
VI. Gang der Untersuchung	19
B. Indexfonds.....	21
I. Wirtschaftliche Hintergründe.....	21
II. Rechtliche Hintergründe	29
III. Rechtstatsachen.....	30
IV. Ergebnis.....	32
C. Die Rolle der Aktionäre in der Corporate Governance.....	33
I. Zum Aktienrecht als Maßstab	33
II. Rechtliche Stellung der Aktionäre in der Corporate Governance	34
III. Sollten Aktionäre in der Corporate Governance passiv sein dürfen?.....	77
IV. Ergebnis.....	130

D. Die Mitwirkung von Indexfonds in der Corporate Governance	135
I. Praxis der Mitwirkung von Indexfonds in der Corporate Governance	135
II. Regulierung der Mitwirkung von Indexfonds in der Corporate Governance	171
III. Ergebnis.....	266
 E. Gesamtergebnis.....	 271
 Literaturverzeichnis.....	 275
Sachverzeichnis.....	297

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XX
A. Einleitung	1
I. <i>Indexfonds und Mitwirkung</i>	1
II. <i>Kritik an Indexfonds in den USA</i>	3
1. Geringe oder falsche Anreize zur Mitwirkung in der Corporate Governance.....	3
a) Geringe Anreize aus Gebührenerträgen	4
b) Geringe Anreize durch Wettbewerb.....	5
c) Falsche Anreize zur Beeinträchtigung des Wettbewerbsverhaltens.....	5
d) Falsche Anreize aus der Verwaltung anderer Fonds durch denselben Anbieter	6
e) Falsche Anreize aus Aktivitäten auf anderen Geschäftsfeldern	6
2. Negative Folgen der Mitwirkung	7
a) Geringe Überwachung der Portfoliogesellschaften	7
b) Undifferenzierte Mitwirkung	7
c) Starke Konzentration von Anteilen	7
d) Keine angemessene Wahrung der Anlegerinteressen	8
3. Zahlreiche Regulierungsvorschläge	8
III. <i>Verortung in der Corporate Governance-Forschung</i>	8
1. Indexfonds als institutionelle Investoren	8
2. Ähnlichkeiten von Indexfonds und anderen institutionellen Investoren	9
3. Unterschiede zwischen Indexfonds und anderen institutionellen Investoren	12
a) Keine Möglichkeit zur Desinvestition.....	12
b) Zeitlich unbestimmter Anlagehorizont.....	13

4.	Sinn der Differenzierung zwischen institutionellen Investoren und Indexfonds	14
<i>IV.</i>	<i>Leitfragen und Begrenzung</i>	15
1.	Leitfragen dieser Arbeit	15
2.	Begrenzung dieser Arbeit.....	16
<i>V.</i>	<i>Methoden</i>	17
<i>VI.</i>	<i>Gang der Untersuchung</i>	19
B.	Indexfonds	21
<i>I.</i>	<i>Wirtschaftliche Hintergründe</i>	21
1.	Indexfonds als Anlage zur Abbildung eines Indexes	21
2.	Indexfonds als Betreiber einer passiven Anlagestrategie und deren wirtschaftliche Vorteile	22
3.	Indexfonds als passive Investoren?	24
4.	Indexfonds als Exchange Traded Funds (ETFs)	26
5.	Physische und synthetische Indexfonds.....	28
<i>II.</i>	<i>Rechtliche Hintergründe</i>	29
<i>III.</i>	<i>Rechtstatsachen</i>	30
1.	Deutschland und Europa	31
2.	USA	31
<i>IV.</i>	<i>Ergebnis</i>	32
C.	Die Rolle der Aktionäre in der Corporate Governance	33
<i>I.</i>	<i>Zum Aktienrecht als Maßstab</i>	33
<i>II.</i>	<i>Rechtliche Stellung der Aktionäre in der Corporate Governance</i>	34
1.	Methode und Vergleichsgegenstand.....	34
2.	Rechte.....	35
a)	Deutschland.....	36
aa)	Stimmrecht.....	36
bb)	Förderung der Rechtsausübung	38
cc)	Informationsrechte	38
dd)	Klagerechte	39

b)	USA	40
aa)	Stimmrecht.....	40
bb)	Förderung der Rechtsausübung	41
cc)	Informationsrechte	42
dd)	Klagerechte	42
c)	Vergleich.....	44
3.	Pflichten	45
a)	Deutschland.....	45
aa)	Einlagepflicht.....	45
bb)	Treuepflicht und Pflichten zur Rechtsausübung	46
cc)	Beteiligungstransparenz	49
dd)	Übernahmerecht.....	50
ee)	Sonderpflichten für institutionelle Investoren.....	51
(1)	Anwendungsbereich des § 134b AktG.....	52
(2)	Zweck des § 134b AktG	52
(3)	Regelungsgehalt des § 134b AktG.....	54
(4)	Aussagen des § 134b AktG über die Rolle der Aktionäre in der deutschen Corporate Governance.....	55
ff)	Einflüsse des Kapitalmarktrechts auf die Stellung der Aktionäre	58
b)	USA	61
aa)	Pflichten beim Aktienerwerb.....	61
bb)	Fiduciary duties und Pflicht zur Rechtsausübung	61
cc)	Beteiligungstransparenz	63
dd)	Übernahmerecht.....	64
ee)	Sonderpflichten für institutionelle Investoren.....	65
c)	Vergleich.....	65
4.	Verhältnis zu den Organen der Gesellschaft.....	66
a)	Deutschland.....	66
aa)	Vorstand.....	66
bb)	Aufsichtsrat.....	67
(1)	Verhältnis der Vorstandsüberwachung durch den Aufsichtsrat und durch die Aktionäre	67
(2)	Überwachung des Aufsichtsrates durch die Aktionäre.....	70
cc)	Zwischenergebnis.....	70
b)	USA	71
aa)	Officers	71
bb)	Board of directors	71
c)	Vergleich.....	74
5.	Zwischenergebnis zur rechtlichen Stellung der Aktionäre nach geltendem Recht	76

III. Sollten Aktionäre in der Corporate Governance passiv sein dürfen?	77
1. Begriffe.....	78
2. Trend zur Bekämpfung der Passivität von Aktionären	80
a) Internationale Entwicklung.....	81
aa) Institutionelle Investoren in den USA	81
bb) Stewardship im Vereinigten Königreich.....	82
b) Deutsche Entwicklung	83
aa) Große Aktienrechtsreformen bis 1965.....	83
bb) 1970er Jahre: Diskussion über die Unternehmensverfassung	86
cc) 1990er Jahre: Comparative Corporate Governance.....	86
dd) 2000er: Europäische Einflüsse	88
ee) Zweite Aktionärsrechterichtlinie und Umsetzung.....	89
ff) Deutscher Corporate Governance Kodex 2020.....	91
c) Zwischenergebnis.....	93
3. Argumente für und gegen die begrenzte Rolle der Aktionäre in der deutschen Corporate Governance.....	94
a) Schwächung der Überwachung – der Prinzipal-Agenten- Konflikt.....	95
aa) Prinzipal-Agenten-Theorie.....	95
(1) Grundlagen.....	95
(2) Anwendung auf die deutsche Aktiengesellschaft.....	97
bb) Würdigung	98
cc) Ergebnis.....	102
b) Stewardship.....	103
aa) Stewardship im Interesse der Endbegünstigten.....	104
bb) Stewardship im öffentlichen Interesse	106
cc) Ergebnis.....	107
c) Aktionäre als wirtschaftliche Eigentümer	107
aa) Aktionäre als Eigentümer?	108
bb) Bewusste gesetzgeberische Beschneidung der Überwachungskompetenzen der Aktionäre.....	109
cc) Begründungslast bei Einschränkung der Privatautonomie	110
dd) Kein Argument zur Verpflichtung aller Aktionäre	112
ee) Ergebnis.....	112
d) Corporate Governance als öffentliches Gut.....	113
e) Verlorener Mehrwert durch unterlassene Aktionärsmitwirkung.....	115
aa) Erleichterte statt verpflichtende Mitwirkung	116
bb) Kein Risiko vollständiger Passivität.....	116
cc) Ergebnis.....	117
f) Verschiedenheit der Systeme.....	117

aa) Rolle der Aktionäre in der deutschen Corporate Governance	118
bb) Rolle des Aufsichtsrates in der deutschen Corporate Governance	119
(1) Zusammensetzung des Überwachungsorgans	120
(2) Abgrenzung zu Kompetenzen des Aufsichtsrates	121
(3) Unternehmensinteresse.....	121
cc) Ergebnis.....	122
g) Recht auf unternehmerisches Desinteresse.....	123
h) Kosten der Mitwirkung.....	123
i) § 54 AktG als Begrenzung der Aktionärspflichten.....	125
j) Einfluss auf die Kapitalmarkteffizienz.....	126
k) Gefahren des shareholder activism und deren Eingrenzung	127
l) Zwischenergebnis.....	129
4. Umgang mit der Passivität von Aktionären in der deutschen Corporate Governance de lege ferenda.....	130
 <i>IV. Ergebnis</i>	 130
1. Unterschiede zwischen Deutschland und den USA	130
2. Im Übrigen: Bandbreite möglicher individueller Interpretationen der Mitgliedschaft in der Aktiengesellschaft	131
3. Keine Veränderung des Aktienrechts zur Bekämpfung der Passivität von Aktionären erforderlich	132
4. Maßstab für die Mitwirkung der Aktionäre in der Aktiengesellschaft.....	132
 D. Die Mitwirkung von Indexfonds in der Corporate Governance	 135
 <i>I. Praxis der Mitwirkung von Indexfonds in der Corporate Governance.....</i>	 135
1. Untersuchungsgegenstand und Methode	135
a) Untersuchungsgegenstand.....	136
b) Quellenauswahl	136
c) Untersuchte Anbieter von Indexfonds.....	137
d) Methode: Zusammenfassung und qualitative Inhaltsanalyse	138
e) Kategoriensystem der qualitativen Inhaltsanalyse.....	139
f) Ergebnisse der qualitativen Inhaltsanalyse.....	141
2. Deutschland	142
a) Mitwirkungsberichte.....	143

b) Abstimmungsrichtlinien	145
c) Sonstige Studien	150
3. USA	150
a) Mitwirkungsberichte	151
b) Abstimmungsrichtlinien	152
c) Sonstige Studien	155
aa) Studien, die die Mitwirkung der Indexfonds untersuchen	155
(1) Abstimmungsverhalten	155
(2) Engagements	158
(3) Klagen	158
(4) Auswirkungen auf andere Governance-Merkmale	159
(5) Auswirkungen auf Aktionärsaktivismus	160
(6) Rezeption von Abstimmungsrichtlinien	161
bb) Studien, die wirtschaftliche Folgen im Zusammenhang mit Beteiligungen von Indexfonds untersuchen	161
4. Übergreifende Beobachtungen	163
a) Zusammenarbeit mit Stimmrechtsberatern	163
b) Gezielte Nutzung der Öffentlichkeit	165
c) Eingeschränkte Aussagekraft der Veröffentlichungen	166
d) Keine Aussage zur Konsequenz in der Umsetzung der Abstimmungsrichtlinien	168
5. Zwischenergebnis	168
II. <i>Regulierung der Mitwirkung von Indexfonds in der Corporate Governance</i>	171
1. Anreize zur Mitwirkung in der Corporate Governance	172
a) Anreize aus Gebührenerträgen bei marktweiter Diversifikation: Marktweite Mitwirkung	172
aa) Theorie	172
bb) Empirie	175
cc) Bewertung	177
dd) Folgen für die Regulierung	178
(1) Vorgeschriebene Mitwirkungsausgaben	179
(2) Weiterreichen der Mitwirkungskosten an die Anleger	179
(3) Weiterreichen der Mitwirkungskosten an die Portfoliogesellschaften	180
(4) Teilen der Mitwirkungskosten mit anderen Investoren	182
(a) Nutzen und Probleme von Stimmrechtsberatern	182
(b) Das investor forum im Vereinigten Königreich	183
(c) Übertragbarkeit auf Deutschland	184
(5) Abbau der Beteiligungstransparenz	186

b) Anreize aus Gebührenerträgen bei unbestimmtem Anlagehorizont: Unternehmensspezifische Kooperation statt Initiative.....	186
aa) Theorie.....	186
bb) Empirie	188
cc) Bewertung und Folgen für die Regulierung.....	189
c) Geringe Anreize durch Wettbewerb.....	192
aa) Theorie.....	192
bb) Empirie	194
cc) Bewertung und Folgen für die Regulierung.....	194
d) Anreize zur Internalisierung von Externalitäten durch Portfoliogesellschaften	194
aa) Theorie.....	194
bb) Empirie	196
cc) Bewertung.....	197
(1) Volkswirtschaftliche Einordnung	197
(2) Betriebswirtschaftliche Einordnung.....	198
(3) Aktienrechtliche Einordnung.....	199
(4) Zwischenergebnis.....	201
dd) Folgen für die Regulierung.....	201
e) Anreize zur Beeinträchtigung des Wettbewerbsverhaltens der Portfoliogesellschaften	202
aa) Theorie.....	202
bb) Empirie	206
cc) Bewertung.....	209
(1) Informelles Einfordern von weniger Wettbewerb	210
(a) Konzernrecht	210
(b) § 117 AktG.....	211
(2) Wettbewerbsbeschränkende Vergütungsanreize	213
(3) Wettbewerbsbeschränkende Stimmrechtsausübung	214
(a) Treuepflichtverstoß.....	214
(b) Kartellrecht und Wirksamkeit des Beschlusses	216
(c) Zwischenergebnis	217
(4) Passivität in der Corporate Governance.....	218
(5) Freiwillige Umsetzung wettbewerbsbeschränkender Interessen branchenweit beteiligter Aktionäre	218
dd) Folgen für die Regulierung.....	220
(1) Transparenz der Vergütung	221
(2) Andere Regulierungsvorschläge	221
(3) Ergebnis.....	222
f) Zusammenarbeit mit Stimmrechtsberatern.....	223
aa) Theorie.....	223
bb) Empirie	224
cc) Bewertung und Folgen für die Regulierung.....	225

g) Unklare Auswirkungen von befürchteter Regulierung	226
h) Kaum Anreize für ex-post Überwachung	227
i) Keine Anreize aus der Wahrung nicht finanzieller Präferenzen der Anleger	228
aa) Theorie	228
bb) Empirie	229
cc) Bewertung und Folgen für die Regulierung	230
j) Anreize im Verhältnis zu anderen Fonds desselben Anbieters	231
aa) Theorie	231
bb) Empirie	232
cc) Bewertung	233
dd) Folgen für die Regulierung	233
k) Anreize aus Aktivitäten auf anderen Geschäftsfeldern	235
aa) Theorie	235
bb) Empirie	235
cc) Bewertung und Folgen für die Regulierung	235
l) Zwischenergebnis	237
2. Folgen der Mitwirkung in der Corporate Governance	237
a) Ausreichende Überwachung durch marktweite Mitwirkung	238
b) Geringe Risiken vereinheitlichter Mitwirkung	239
aa) Theorie	239
bb) Empirie	241
cc) Bewertung	243
(1) Informationsgrundlage	243
(2) Vereinheitlichte Mitwirkung	244
dd) Folgen für die Regulierung	246
(1) Erhöhung der Mitwirkungsausgaben	246
(2) Stimmrechtsverbot	246
(3) Stimmrechtsweitergabe	247
(4) Ermöglichung unternehmensspezifischer Korrekturen	248
(a) Anreize der Beteiligten	249
(b) Informationen über Beteiligungen	249
(c) Informationen über Mitwirkungsabsichten	250
(d) Möglichkeit zur Kommunikation	251
(e) Sicherung der Informationsverarbeitung durch Indexfonds	252
c) Keine zu starke Konzentration von Anteilen	253
aa) Theorie	253
bb) Empirie	253
cc) Bewertung	254
dd) Folgen für die Regulierung	255
d) Angemessene Wahrung der Anlegerinteressen	256
aa) Investmentvertrag als Maßstab	256

bb) Probleme der Interessenwahrung.....	257
(1) Mitwirkungsverhalten	258
(2) Prinzipal-Agenten-Konflikt.....	259
(3) Wahrung von Präferenzen der Anleger.....	259
(4) Zentralisierte Stimmrechtsausübung.....	261
(a) Zusätzliche Risiken durch Bevollmächtigung Dritter	262
(b) Grundlegendes Risiko durch unterschiedliche Anlagestrategien	263
(a) Weitere Verschärfung nur bei tatsächlichen Verstößen	264
(5) Zwischenergebnis.....	265
e) Zwischenergebnis.....	265
3. Ergebnis zur Regulierung der Mitwirkung von Indexfonds in der Corporate Governance	266
<i>III. Ergebnis</i>	266
E. Gesamtergebnis.....	271
Literaturverzeichnis.....	275
Sachverzeichnis.....	297

Abkürzungsverzeichnis

A.2d	Atlantic Reporter 2nd Series
A.3d	Atlantic Reporter 3rd Series
ARUG II	Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie vom 12. Dezember 2019 (BGBl. I S. 2637)
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Cal.Rptr.	California Reporter
C.F.R.	Code of Federal Regulations
DGCL	Delaware General Corporation Law
EU	Europäische Union
F.2d	Federal Reporter 2nd Series
F.3d	Federal Reporter 3rd Series
FiMaFöG II	Gesetzes über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) vom 26. Juli 1994 (BGBl. I S. 1749)
F.Supp.	Federal Supplement
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich vom 27. April 1998 (BGBl. I S. 786)
N.E.2d	North Eastern Reporter 2nd Series
N.W.	North Western Reporter
RegE	Regierungsentwurf
SEA	Securities Exchange Act of 1934
SEC	Securities and Exchange Commission
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts vom 22. September 2005 (BGBl. I S. 2802)
U.S.	United States Reports

A. Einleitung¹

I. Indexfonds und Mitwirkung

„Don't look for the needle, buy the haystack!“²
John C. Bogle

Indexfonds verbinden die Chancen der Wertpapieranlage mit geringem Risiko und niedrigen Verwaltungskosten. *John C. Bogle*, der 1975 mit seinem Unternehmen Vanguard den ersten Indexfonds der Welt gründete,³ hat die zugrundeliegende Anlagestrategie in das passende Bild des gesamten Heuhaufens anstelle der einzelnen Nadel gefasst: Statt einzelne Aktien auszuwählen, bilden Indexfonds einen Index vollständig ab. Das ermöglicht es den Anlegern, an der Wertentwicklung des Indexes zu partizipieren. Der kometenhafte Anstieg des in Indexfonds verwalteten Vermögens gibt *Bogle* und seiner Strategie recht: Nach anfangs zögerlichem Zufluss verwalteten Indexfonds Ende November 2019 global ein Vermögen von 11,4 Billionen US-Dollar.⁴ Ende 2019 hielten Indexfonds 23,7 % der Aktien des DAX,⁵ während zum gleichen Zeitpunkt allein in den USA registrierte Indexfonds 15 % der Aktien des gesamten US-amerikanischen Kapitalmarktes hielten.⁶ In den USA erwarten manche Forscher weitere drastische Steigerungen dieser Zahlen in den kommenden Jahren.⁷

¹ In dieser Arbeit wird aus Gründen der Lesbarkeit das generische Maskulinum verwendet. Weibliche und anderweitige Geschlechteridentitäten werden dabei ausdrücklich mitgemeint.

² *Bogle*, *The little book of common sense investing*, S. 121.

³ *Bogle*, *Wall Street Journal* v. 29.11.2018, *Bogle Sounds a Warning on Index Funds*; *Coates*, *Harvard Public Law Working Paper No. 19-07* (2018), S. 9.

⁴ *Wigglesworth / Janiaud*, *Financial Times* v. 08.01.2020, *Index funds*.

⁵ *Deutscher Investor Relations Verband / IHS Markit*, *Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX 30 in 2019*, S. 10.

⁶ *Investment Company Institute*, *2020 Investment Company Factbook*, S. 40.

⁷ *Coates*, *Harvard Public Law Working Paper No. 19-07* (2018), S. 13: „the majority of most companies will soon be owned by indexed funds“; *Bebchuk / Hirst*, *Boston University Law Review* 99 (2019), 721 (737 ff.), vermuten allein eine Steigerung der Stimmrechtskraft der aktuell drei größten Anbieter von Indexfonds bis 2038 auf 40,76 % der Stimmen in allen Unternehmen des S&P 500.

Mit dieser finanzwirtschaftlichen Erfolgsgeschichte geht durch die Anlage von großen Teilen des von Indexfonds verwalteten Vermögens in Aktien aber auch erheblicher Einfluss auf die Realwirtschaft einher. Solchen Einfluss können Indexfonds vor allem durch die Mitwirkung in ihren Portfoliogesellschaften ausüben. Unter Mitwirkung in Aktiengesellschaften ist nach § 134b I AktG insbesondere die Ausübung von Aktionärsrechten, die Überwachung wichtiger Angelegenheiten der Portfoliogesellschaften, der Meinungsaustausch mit den Gesellschaftsorganen und die Zusammenarbeit mit anderen Aktionären zu verstehen. So können Indexfonds als Inhaber zahlreicher Stimmrechte bei der Bestellung von Aufsichtsräten und wichtigen Strukturentscheidungen das Zünglein an der Waage sein.

Das Umfeld, in dem sich dieser Einfluss der Indexfonds auf Aktiengesellschaften entfaltet, ist die Corporate Governance. Darunter wird die Organisation und Machtstruktur eines Unternehmens in Form der Beziehungen zwischen Unternehmensleitung, Aktionären und anderen Stakeholdern verstanden.⁸ Weil Indexfonds ihre Aktien nicht aktiv auswählen, sondern ihr Portfolio einem Index nachbilden,⁹ wirken sie nicht über Mechanismen der externen Corporate Governance auf die Portfoliogesellschaften ein.¹⁰ Stattdessen betiligen sie sich als Aktionäre an der internen Corporate Governance, also der Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft.¹¹

Angesichts des mittlerweile erheblichen Einflusses von Indexfonds stellen sich zahlreiche Fragen. Wie wirken Indexfonds in der Corporate Governance börsennotierter Aktiengesellschaften mit? Üben sie ihre Stimmrechte aus, und wenn ja, wie häufig? Nehmen sie anderweitig Einfluss? Wenn Indexfonds ihre Stimmrechte regelmäßig ausüben, könnten sie, wenn man alle Anbieter zusammen betrachtet, ein bedeutendes Gewicht auf Hauptversammlungen einnehmen. Das würde es ihnen auch ermöglichen, außerhalb von Hauptversammlungen mit den Leitungen der Portfoliogesellschaften über die Unternehmenspolitik zu diskutieren. Nehmen Indexfonds hingegen gar kei-

⁸ *Hopt/Prigge*, in: *Hopt/Kanda/Roe/Wymeersch/Prigge*, Comparative corporate governance: the state of the art and emerging research, S. V; *Hopt*, ZGR 2006, 779 (782); zur Unterscheidung von interner und externer Corporate Governance siehe *Werder*, in: *Hommelhoff/Hopt/Werder*, Handbuch Corporate Governance, S. 3 (16 f.); die interne Corporate Governance betrifft Mechanismen innerhalb der Gesellschaft (z.B. Aufsichtsrat und Rechte der Aktionäre), während die externe Corporate Governance Marktmechanismen außerhalb der Gesellschaft betrifft (z.B. Markt für Unternehmenskontrolle, durch den eine unzureichende Unternehmensleitung ggf. ersetzt wird).

⁹ Siehe zur Definition und Anlagestrategie im Detail B.I.1, B.I.2.

¹⁰ Weder nutzen sie den Verkauf der Aktien als ein Mittel der Disziplinierung der Unternehmensleitung noch streben sie selbst nach Kontrolle über das Unternehmen durch Repräsentation in der Unternehmensleitung.

¹¹ *Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex*, DCGK 2020, Präambel Absatz 3.

nen Einfluss, könnte Potential für Verbesserungen in den Aktiengesellschaften ungenutzt bleiben. Sind diese Fragen geklärt, stellt sich die nächste: Wie wirkt sich die Mitwirkung der Indexfonds auf die Aktiengesellschaften aus, in denen sie das Kapital ihrer Anleger investieren? Indexfonds könnten durch ihre große Diversifikation Schwierigkeiten haben, in den vielen Portfoliogesellschaften sinnvoll und differenziert mitzuwirken. Andererseits könnten sie gerade durch die Vielzahl der Beteiligungen eine besondere Kompetenz zu wiederkehrenden Themen entwickeln, die sie zu wertvollen Beiträgen in der Corporate Governance befähigt. Je nachdem, wie die Antworten auf diese Fragen ausfallen, ist die Mitwirkung von Indexfonds rechtlich zu bewerten. Sollte die Mitwirkung der Indexfonds schädlich für Portfoliogesellschaften oder Anleger sein, müsste sie besonders reguliert werden.

Zur Einleitung in das Thema folgt ein Überblick über die an der Mitwirkung von Indexfonds geübte Kritik (II.). Diese wird in den größeren Rahmen der Corporate Governance-Diskussion eingeordnet und mit dem Forschungsstand abgeglichen (III.). Daraus ergibt sich, an welchen Leitfragen diese Arbeit auszurichten ist (IV.). Die Einleitung schließt damit, welche Methoden (V.) dafür in welcher Reihenfolge (VI.) herangezogen werden.

II. Kritik an Indexfonds in den USA

In den USA hat sich zu den Fragen der Mitwirkung von Indexfonds, deren Bewertung und Regulierung bereits eine umfangreiche Debatte entwickelt. Von einem Teil der Forschung wird die Mitwirkung von Indexfonds in der Corporate Governance als problematisch angesehen. Dabei haben sich zwei Ebenen in der Kritik herauskristallisiert: Zum einen sei die Mitwirkung von geringen oder falschen Anreizen geleitet (1.), zum anderen ziehe die Mitwirkung negative Folgen nach sich (2.).¹² Deshalb sei die Mitwirkung von Indexfonds besonders zu regulieren (3.).

1. Geringe oder falsche Anreize zur Mitwirkung in der Corporate Governance

Ausgangspunkt der Debatte sind die Anreize der Indexfonds, die ihre Handlungen bestimmen. Diese werden teilweise als zu gering eingeschätzt, um ausreichend in der Corporate Governance mitzuwirken (a) und b)), sowie teilweise als fehlerhaft bezeichnet, weil sie den Interessen der Portfoliogesellschaften oder denen der Anleger zuwiderlaufen (c)–e)).

¹² Diese Ansichten bauen vielfach auf den Erkenntnissen zu institutionellen Investoren insgesamt auf. Siehe zur Verortung der Debatte über Indexfonds in diesem Feld A.III.

a) *Geringe Anreize aus Gebührenerträgen*

Verschiedene Beobachtungen bilden die Grundlage für die Ansicht, dass Indexfonds geringe Anreize zur Mitwirkung haben. Erstens investieren Indexfonds regelmäßig in eine Vielzahl von Unternehmen (in der genauen Höhe abhängig davon, welchen Index sie abbilden), deren gleichzeitige Überwachung eine Herausforderung darstellt.¹³ Daneben hat sich zwischen Indexfonds ein Gebührenkampf entwickelt.¹⁴ Bei Indexfonds lagen 2018 die Verwaltungsgebühren in Deutschland durchschnittlich bei 0,3 % des verwalteten Vermögens,¹⁵ während sie bei Aktienfonds insgesamt durchschnittlich bei 1,7 % lagen.¹⁶ Indexfonds haben deshalb im Verhältnis zum verwalteten Vermögen weniger Geld zur Verfügung, das sie neben der Deckung eigener Kosten für die Mitwirkung in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften aufwenden könnten.¹⁷ Weil die Gebührenerträge der Indexfonds in diesen geringen Bruchteilen des verwalteten Vermögens bestehen, lassen sie sich durch Kursgewinne einzelner Portfoliogesellschaften auch nur wenig steigern.¹⁸ Zudem wird über Mitwirkungsmaßnahmen in zentralisierten Abteilungen der Fondsanbieter entschieden, deren Vergütung nicht an die Kursentwicklung der einzelnen Fonds gekoppelt ist.¹⁹ Weiterhin können mit einer umfänglichen Mitwirkung in den USA erhöhte Publizitätsanforderungen einhergehen, die Indexfonds aus Kostengründen ebenfalls vermeiden wollen.²⁰ Schließlich bestehe bei häufiger Einflussnahme auf Portfoliogesellschaften die Gefahr von regulatorischen Eingriffen gegen Indexfonds, falls durch hohe öffentliche Aufmerksamkeit insgesamt eine politische Stimmung gegen sie

¹³ *Lund*, Journal of Corporation Law 43 (2018), 493 (516).

¹⁴ *Hock*, Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 12.04.2018, Preiskampf bei Indexfonds geht weiter.

¹⁵ *Hock*, Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 12.04.2018, Preiskampf bei Indexfonds geht weiter; vgl. auch *Bebchuk/Hirst*, Columbia Law Review 119 (2019), 2029 (2053).

¹⁶ *Bundesverband Investment und Asset Management*, Jahrbuch 2020, S. 87; in den USA lagen 2019 die nach verwaltetem Vermögen gewichteten Durchschnittsgebühren für Aktienfonds mit aktiver Anlagestrategie bei 0,74 % des verwalteten Vermögens, während die für Aktienindexfonds bei 0,07 % lagen, *Investment Company Institute*, 2020 Investment Company Factbook, S. 127; *Kahan/Rock*, Boston University Law Review 100 (2020), 1771 (1785).

¹⁷ *Coffee*, Columbia Law Review 91 (1991), 1277 (1341): „one gets very little monitoring for such a price.“

¹⁸ *Bebchuk/Hirst*, Columbia Law Review 119 (2019), 2029 (2052 ff.); *Coates*, Harvard Public Law Working Paper No. 19-07 (2018), S. 15; *Lund*, Journal of Corporation Law 43 (2018), 493 (511).

¹⁹ *Lund*, Journal of Corporation Law 43 (2018), 493 (515).

²⁰ *Bebchuk/Hirst*, Columbia Law Review 119 (2019), 2029 (2065 ff.); §§ 13(d)(6)(D), 13(g) SEA; 17 C.F.R. § 240.13d-1(b)(1); im Detail siehe C.II.3.b)cc).

entstehen sollte.²¹ Die Kostenschwelle, die eine Mitwirkungshandlung nicht überschreiten darf, bevor sie unrentabel und deshalb nicht durchgeführt wird, liegt bei Indexfonds daher sehr niedrig.²² Das könnte zu rationaler Apathie führen:²³ Aus Kostengründen könnten Indexfonds gar nicht oder nur sehr wenig in der Corporate Governance mitwirken, obwohl die Mitwirkung für die Portfoliogesellschaften wertsteigernd wäre. Sie könnten also z.B. bei der Wahl der Aufsichtsratsmitglieder gar nicht oder ohne genauere Erwägung der Alternativen abstimmen, obwohl sie in einer Aktiengesellschaft mit Streubesitz die Aktionäre mit den größten Beteiligungen sind.

b) Geringe Anreize durch Wettbewerb

Indexfonds sind durch ihr vom Index extern bestimmtes Portfolio an dessen Zusammensetzung gebunden. Auch die direkt konkurrierenden Fonds, die den gleichen Index abbilden, würden von einer kurssteigernden Mitwirkung profitieren, ohne dafür die Kosten tragen zu müssen.²⁴ Für Indexfonds ist es daher sinnvoll, etwaige angezeigte Mitwirkungshandlungen von anderen abzuwarten. Umgekehrt haben Indexfonds dadurch auch wenige Anreize zum Vermeiden von Mitwirkungshandlungen mit negativen Folgen, weil konkurrierende Fonds daraus resultierende schlechte Kursentwicklungen in gleichem Umfang tragen müssen. Somit liegt ein Trittbrettfahrer-Problem unter Indexfonds vor.²⁵ Vereinzelt wird daraus und aus den Annahmen zu den Anreizen aus Gebührenerträgen sogar geschlussfolgert, dass Indexfonds überhaupt keine Anreize zur Mitwirkung in ihren Portfoliogesellschaften hätten.²⁶

c) Falsche Anreize zur Beeinträchtigung des Wettbewerbsverhaltens

Stehen Portfoliogesellschaften von Indexfonds im Wettbewerb miteinander, können Indexfonds zudem Anreize haben, deren Wettbewerbsverhalten zu

²¹ *Bebchuk/Hirst*, Columbia Law Review 119 (2019), 2029 (2066 ff.). So schätzt auch der Indexfondsanbieter Statestreet potentielle Regulierungen passiver Investmentstrategien als Risiko für das eigene Geschäft ein, *Statestreet Global Advisors*, Annual Report 2019, S. 32.

²² Vgl. dazu die Formel von *Bebchuk/Hirst*, Boston University Law Review 99 (2019), 721 (2053 f.).

²³ Grundlegend *Schmolke*, ZGR 2007, 701 (707 f., 720).

²⁴ *Bebchuk u. a.*, Journal of Economic Perspectives 31 (2017), 89 (98); *Lund*, Journal of Corporation Law 43 (2018), 493 (512); *Strampelli*, San Diego Law Review 55 (2018), 803 (815).

²⁵ *Lund*, Journal of Corporation Law 43 (2018), 493 (511); *Bebchuk/Hirst*, Columbia Law Review 119 (2019), 2029 (2052); *Bebchuk u. a.*, Journal of Economic Perspectives 31 (2017), 89 (98).

²⁶ *Lund*, Journal of Corporation Law 43 (2018), 493 (512).

eigenen Gunsten zu beeinträchtigen.²⁷ Sehen eigentlich konkurrierende Portfoliogesellschaften zum Beispiel von Wettbewerbsstrategien ab, die die Erträge beider Unternehmen insgesamt senken würden (etwa eine aggressive Preispolitik), profitieren davon auch die gemeinsamen Aktionäre.²⁸ Wirkten Indexfonds durch ihre Mitwirkungsmöglichkeiten in der Corporate Governance so auf das Wettbewerbsverhalten der Portfoliogesellschaften ein, würde das einen effizienzfördernden Wettbewerb beeinträchtigen.

d) Falsche Anreize aus der Verwaltung anderer Fonds durch denselben Anbieter

Außerdem wird befürchtet, dass bei zentraler Ausübung der Stimmrechte durch einen Vertreter eines Anbieters mehrerer Fonds mit aktiven und passiven Anlagestrategien die Stimmrechte zulasten der Anleger von Indexfonds ausgeübt werden könnten (z.B. zugunsten kurzfristiger Wertsteigerungen anstelle langfristiger).²⁹ Denn auf Anbieterebene könnte dem Interesse der Fonds mit aktiven Anlagestrategien durch ihre ertragreichere Gebührenstruktur Vorrang eingeräumt werden.

e) Falsche Anreize aus Aktivitäten auf anderen Geschäftsfeldern

Indexfonds hätten darüber hinaus starke Anreize, auf die persönlichen Interessen der Unternehmensleitung der Portfoliogesellschaften besondere Rücksicht zu nehmen.³⁰ Als Nachweis dafür werden Untersuchungen des Stimmverhaltens von Indexfonds angeführt, die ergeben haben, dass sie den Abstimmungsempfehlungen der Unternehmensleitung der Portfoliogesellschaften häufig zustimmen.³¹ Das Bestehen solcher Anreize wird vermutet, weil Indexfondsanbieter ihre anderweitigen Geschäftsbeziehungen mit den Portfoliogesellschaften durch ein Vorgehen gegen deren Unternehmensleitung nicht gefährden wollten.³² In den USA betrifft das insbesondere die Geschäftsbeziehungen im Zusammenhang mit der betrieblichen Altersvorsorge („401(k) plans“), aus denen Indexfonds erhebliche Teile ihres verwalteten Vermögens beziehen.³³

²⁷ Die Indexfonds könnten etwa für die Berufung von Aufsichtsratsmitgliedern stimmen, die ein Wettbewerbsverhalten im Sinne der Indexfonds unterstützen und Vorstandsmitglieder mit entsprechenden Plänen berufen. Indexfonds könnten zudem in informellen Gesprächen mit Vorstand und/oder Aufsichtsrat ein bestimmtes Wettbewerbsverhalten einfordern.

²⁸ *Azar u. a.*, *Journal of Finance* 73 (2018), 1513 (1519–1521).

²⁹ *Fisch u. a.*, *University of Pennsylvania Law Review* 168 (2020), 17 (33 f., 42).

³⁰ *Bebchuk / Hirst*, *Columbia Law Review* 119 (2019), 2029 (2059 ff.).

³¹ Z.B. *Fichtner u. a.*, *Business and Politics* 19 (2017), 298 (317).

³² *Bebchuk / Hirst*, *Columbia Law Review* 119 (2019), 2029 (2062 f.).

³³ *Bebchuk / Hirst*, *Columbia Law Review* 119 (2019), 2029 (2062 f.).

2. Negative Folgen der Mitwirkung

Diese Anreizlage zieht nach Ansicht von Kritikern verschiedene Folgen nach sich: Die Mitwirkung sei zu gering (a)), zu unspezifisch (b)), berge durch den großen Einfluss der Indexfonds (c)) oder für die Anleger Gefahren (d)).

a) Geringe Überwachung der Portfoliogesellschaften

Eine effektive Überwachung der Portfoliogesellschaften sei angesichts der geringen Anreize der Indexfonds zur Mitwirkung nicht zu erwarten. Für die USA wird dabei davon ausgegangen, dass die Ausgaben der Indexfonds für die eigenen Abteilungen, die Stimmrechte ausüben und sonstige Mitwirkungsmaßnahmen treffen, gemessen an den tatsächlichen Gebühreneinnahmen verschwindend gering seien.³⁴ Gemessen an der Zahl der verwalteten Beteiligungen seien zudem die mündlichen, informellen Einflussnahmen von Indexfonds auf Portfoliogesellschaften sehr niedrig.³⁵

b) Undifferenzierte Mitwirkung

Daneben trete das Problem, dass selbst wenn eine Mitwirkung der Indexfonds erfolgt, diese jedenfalls nicht differenziert genug sei. Die Stimmabgabe erfolge mangels fundamentaler Informationen auf einer sehr dünnen Grundlage, weil Fonds mit aktiver Anlagestrategie diese Informationen im Rahmen ihrer Investitionsentscheidungen über die Portfoliogesellschaften erlangen, Indexfonds hingegen nicht.³⁶ Indexfonds betrieben durch die Bildung von Richtlinien und die zentrale Ausübung der Stimmrechte hingegen lediglich eine standardisierte Herangehensweise („one size fits all“).³⁷ Diese werde der Unterschiedlichkeit der Portfoliogesellschaften und der Komplexität von Corporate Governance-Fragen nicht gerecht.³⁸

c) Starke Konzentration von Anteilen

In den USA dominieren einige wenige Anbieter den Markt für Indexfonds.³⁹ Dadurch drohe eine hohe Konzentration von Beteiligungen an wichtigen Portfoliogesellschaften in der Hand weniger Anbieter.⁴⁰

³⁴ *Bebchuk u. a.*, *Journal of Economic Perspectives* 31 (2017), 89 (100); auf Grundlage von Schätzungen *Bebchuk / Hirst*, *Columbia Law Review* 119 (2019), 2029 (2077 ff.).

³⁵ *Lund*, *Journal of Corporation Law* 43 (2018), 493 (511).

³⁶ *Lund*, *Journal of Corporation Law* 43 (2018), 493 (513).

³⁷ *Lund*, *Journal of Corporation Law* 43 (2018), 493 (518).

³⁸ *Lund*, *Journal of Corporation Law* 43 (2018), 493 (517 f.).

³⁹ In den USA dominieren Vanguard, BlackRock und Statestreet, *Coates*, *Harvard Public Law Working Paper No. 19-07* (2018), S. 13 f.

⁴⁰ *Coates*, *Harvard Public Law Working Paper No. 19-07* (2018), S. 2, plastisch als „Problem of Twelve“.

d) Keine angemessene Wahrung der Anlegerinteressen

Angesichts der eingeschränkten Anreize von Indexfonds zur Mitwirkung könnten sie schließlich die wirtschaftlichen Interessen ihrer Anleger nicht angemessen wahren.⁴¹ Sie würden nicht so viel in die Mitwirkung investieren, wie aus Sicht der Anleger wünschenswert sei.⁴²

3. Zahlreiche Regulierungsvorschläge

Schon dieser kurze Überblick über die in den USA an Indexfonds geübte Kritik verdeutlicht, wie umstritten das Thema ist. Um die Probleme zu bekämpfen, wurden in der US-amerikanischen Forschung verschiedene Lösungen vorgeschlagen: Diese reichen von Größenbeschränkungen für die Anbieter von Indexfonds⁴³ über verpflichtende Minimalausgaben für die Mitwirkung in Portfoliogesellschaften⁴⁴ bis zu einem vollständigen Entzug der Stimmrechte von Indexfonds.⁴⁵

III. Verortung in der Corporate Governance-Forschung

Die Kritik an der Mitwirkung von Indexfonds gilt es in bisherige Forschungsergebnisse einzuordnen, um offene Fragen ermitteln zu können. Nur, wenn sich daraus die Fragen zur Regulierungsbedürftigkeit der Mitwirkung von Indexfonds nicht bereits beantworten lassen, ist weitere Forschung erforderlich. Über Indexfonds gibt es als institutionelle Investoren (1.) bereits grundlegende Erkenntnisse (2.). Zwischen Indexfonds und anderen institutionellen Investoren bestehen aber auch entscheidende Unterschiede (3.), die eine isolierte Untersuchung der Mitwirkung von Indexfonds rechtfertigen (4.).

1. Indexfonds als institutionelle Investoren

Institutionelle Investoren sind nach den Definitionen der Literatur organisierte Wirtschaftseinheiten, die professionell Kapitalanlagen verwalten, deren wirtschaftlicher Nutzen anderen zugutekommt.⁴⁶ Der neu geschaffene § 134a AktG unterscheidet in den Definitionen in Abs. 1 Nr. 1 und 2 institutionelle

⁴¹ *Bebchuk / Hirst*, Columbia Law Review 119 (2019), 2029 (2054 f.).

⁴² *Bebchuk / Hirst*, Columbia Law Review 119 (2019), 2029 (2054 f.).

⁴³ *Coates*, Harvard Public Law Working Paper No. 19-07 (2018), S. 21 f.

⁴⁴ *Bebchuk / Hirst*, Columbia Law Review 119 (2019), 2029 (2121 f.).

⁴⁵ *Lund*, Journal of Corporation Law 43 (2018), 493 (525 ff.).

⁴⁶ *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 76–82; *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre im deutschen Aktienrecht, S. 42 ff.; *Rock*, in: Gordon / Ringe, The Oxford handbook of corporate law and governance, S. 363 (364).

Anleger von Vermögensverwaltern. Institutionelle Anleger sind nach der gesetzlichen Definition vor allem Lebens- und Rückversicherer, während Vermögensverwalter alle Finanzportfolioverwaltungen und Kapitalverwaltungsgesellschaften sind. Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter werden in §§ 134b f. AktG gleichermaßen den Offenlegungspflichten hinsichtlich der Mitwirkung in ihren Portfoliogesellschaften unterworfen. Dadurch wird deutlich, dass der europäische Gesetzgeber und damit auch der deutsche sowohl institutionellen Anlegern als auch Vermögensverwaltern ein erhebliches Einflusspotential auf Aktiengesellschaften einräumt.⁴⁷ Im Folgenden soll daher der Begriff der institutionellen Investoren als Oberbegriff für Akteure nach § 134a I Nr. 1 und 2 AktG verwendet werden. Der Deutsche Corporate Governance Kodex legt ein ebenso weites Begriffsverständnis zugrunde.⁴⁸

Abweichend von § 134a I AktG⁴⁹ meint institutionelle Investoren damit im Folgenden aber nicht nur deutsche, sondern auch ausländische institutionelle Investoren, die Aktionäre deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften sind. Derartige institutionelle Investoren haben aufgrund ihrer Funktion als Sammelstelle von Kapital das Potential, durch ihr Verhalten nennenswerte Auswirkungen auf ihre Portfoliogesellschaften zu zeitigen.

Indexfonds verwalten professionell die Kapitalanlagen ihrer Anleger. Nach der geläufigen Definition in der Literatur sind sie daher ebenfalls institutionelle Investoren.⁵⁰ Und auch nach § 134a I Nr. 2 AktG unterliegen die Kapitalverwaltungsgesellschaften der Indexfonds als Vermögensverwalter den Offenlegungspflichten der §§ 134b f. AktG. Indexfonds bilden daher eine Teilgruppe der institutionellen Investoren.

2. Ähnlichkeiten von Indexfonds und anderen institutionellen Investoren

Die mit Indexfonds verbundenen Anreiz- und Folgeprobleme sind zum Teil aus der älteren Forschung zu institutionellen Investoren bereits bekannt.⁵¹ Die kritischen Stimmen zu Indexfonds kommen im Wesentlichen jedoch zu dem Ergebnis, dass sich bei Indexfonds die Probleme institutioneller Investoren besonders zuspitzen: „In sum, passive investing exacerbates agency and coll-

⁴⁷ Vgl. RL (EU) 2017/828, Erwägungsgrund 15.

⁴⁸ *Werder*, in: *Kremer / Bachmann / Lutter / Werder*, *Kodex-Kommentar*, Präambel Rn. 64.

⁴⁹ § 134a I AktG erfasst keine ausländischen institutionellen Investoren. *Baums*, *ZHR* 183 (2019), 605 (608), bezeichnet dies als „Das wohl größte Defizit der ganzen Regelung“.

⁵⁰ So auch die Einordnung bei *Hein*, *Die Stewardship-Verantwortung institutioneller Investoren*, S. 57 f.

⁵¹ Grundlegend *Black*, *Michigan Law Review* 89 (1990), 520; *Coffee*, *Columbia Law Review* 91 (1991), 1277; *Schmolke*, *ZGR* 2007, 701.

ective action problems associated with intermediated finance“.⁵² Daher empfiehlt sich eine kurze Aufarbeitung der Grundlagen, um die Untersuchung der Mitwirkung von Indexfonds diesen gegenüberzustellen.

Institutionelle Investoren unterliegen grundsätzlich bei der Mitwirkung in der Corporate Governance den Einschränkungen, denen alle Aktionäre unterliegen.⁵³ Die Kosten für die Mitwirkung in der Unternehmensführung einer Portfoliogesellschaft können den eigenen Nutzen übersteigen, sodass derartige Handlungen unterbleiben (rationale Apathie).⁵⁴ Zudem können institutionelle Investoren hoffen, die Gewinne aus der erfolgreichen Mitwirkung anderer kostenlos einzufahren, indem sie die Handlungen anderer abwarten (Trittbrettfahrer-Problem).⁵⁵

Dennoch wird für institutionelle Investoren angenommen, dass sie diese Hürden eher überwinden können als andere Aktionäre. Zunächst ist davon auszugehen, dass institutionelle Investoren in ihrer Funktion als Sammelstelle für Kapital größere Beteiligungen an einzelnen Gesellschaften aufbauen als Privatanleger dies in der Regel tun. Dadurch steigt im Vergleich sowohl der Einfluss als auch der Anteil an etwaigen Kurssteigerungen der jeweiligen Portfoliogesellschaft – mithin die Anreize zur Vornahme von Mitwirkungshandlungen.⁵⁶ Weiterhin können institutionelle Investoren durch ihre Professionalität auf besonderes Wissen zurückgreifen. Dies kann insbesondere dazu führen, dass die Erfahrungen aus früheren und ähnlichen Mitwirkungshandlungen erneut genutzt werden und durch Skaleneffekte die Kosten einzelner Mitwirkungshandlungen sinken.⁵⁷ Schließlich steigt mit der Größe der Beteiligung auch das Risiko, dass ein Verkauf der Beteiligung sich negativ auf den Preis auswirkt. Das kann bei den größeren Beteiligungen institutioneller Investoren einen Anreiz zu Mitwirkungshandlungen zur Verbesserung des Unternehmens anstelle eines Verkaufs der Beteiligung schaffen.⁵⁸

⁵² *Lund*, Journal of Corporation Law 43 (2018), 493 (512); zurückhaltender *Strampelli*, San Diego Law Review 55 (2018), 803 (805): „passive investing seems to exacerbate the rational reticence of institutional investors“.

⁵³ Überblick bei *Grundmann*, in: Hirte / Mülbert / Roth, Großkommentar Aktiengesetz, § 133 Rn. 90.

⁵⁴ Siehe die differenzierte Formel bei *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 107 f.; *Rock*, in: Gordon / Ringe, The Oxford handbook of corporate law and governance, S. 363 (373).

⁵⁵ *Fleischer*, ZGR 2011, 155 (165); *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 110 f.; *Rock*, in: Gordon / Ringe, The Oxford handbook of corporate law and governance, S. 363 (373).

⁵⁶ *Black*, Michigan Law Review 89 (1990), 520 (578 ff.); *Schmolke*, ZGR 2007, 701 (708).

⁵⁷ *Black*, Michigan Law Review 89 (1990), 520 (580 ff.); *Schmolke*, ZGR 2007, 701 (708).

Sachverzeichnis

- Abstimmungsrichtlinie 18, 145–149, 152–154
 - Aussagekraft 165
 - Rezeption 161
 - Umsetzung 168
- ADHGB 83
- Agenturkosten *siehe* Prinzipal-Agenten-Konflikt
- AIF 29
- Aktionär
 - Anleger~ 88
 - Kompetenzen 36–38, 40 f.
 - Steuerungsfunktion 107 f., 109 f.
 - Unternehmer~ 88
 - Verhältnis zu Organen 66–75
- Aktionärspflichten 45–65, 112
 - Historie 83–93
 - Trend 80
 - *siehe auch* Pflicht
 - *siehe auch* Rechtsvergleich
- Aktionärsrechte 34–44
 - Historie 83–93
 - *siehe auch* Rechtsvergleich
- Aktionärsrechterichtlinie, Erste 88 f.
- Aktionärsrechterichtlinie, Zweite 51 f., 80, 89 f., 234
- Anbieter, untersuchte 30, 137
- Anlage
 - ~horizont 13, 186 f.
 - ~strategie 22 f., 104 f., 193, 263
- Anleger
 - ~interessen 8, 104 f., 256
 - Stimmrechtsweitergabe an ~ 247, 255 f.
- Anreiz
 - Aktivitäten auf anderen Geschäftsfeldern 6, 235
 - Gebührenerträge 4, 172–174, 186 f.
 - Internalisierung von Externalitäten 194 f.
 - Residualgewinn 110–112
 - Verhältnis 175
 - Verwaltung anderer Fonds 6, 231, 261–264
 - Wahrung nicht finanzieller Präferenzen 228, 259
 - Wettbewerb 5, 192 f.
 - Wettbewerb Portfoliogesellschaft 5, 202–205
- Apathie, rationale 10, 173, 244
- ARUG II *siehe* Aktionärsrechterichtlinie, Zweite
- Aufsichtsrat 67–70, 84 f.
- Beteiligungstransparenz 49, 63, 186
- Blackrock 143 f., 145–150
 - *siehe auch* Anbieter, untersuchte *board of directors* 71–74
 - *classified board* 75
 - *inside directors* 71, 120
 - *independent directors* 75, 120, 159 f.
- börsennotiert 16, 26, 58
- bylaws* 40, 63, 71, 73
- certificate of incorporation* 40, 63, 72
- common ownership* 202–222
- Corporate Governance
 - Comparative ~ 86
 - Definition 2
 - öffentliches Gut 113 f.
 - Verortung in der ~-Forschung 8–14
 - *siehe auch* Deutscher Corporate Governance Kodex
- Corporate Social Responsibility* 80, 145, 156
 - *siehe auch* ESG
- Creation/Redemption-Prozess 26 f.
- Delaware 35

- Desinteresse, Recht auf unternehmerisches 123
- Desinvestition 12, 186 f.
- Deutscher Corporate Governance Kodex 91 f.
- director* siehe *board of directors*
- Diversifikation 23, 29, 172, 196, 240
- duties, fiduciary* 61 f., 72 f.
- Effekte, externe 194 f.
- Internalisierung *siehe* Anreiz
- Eigentümer, wirtschaftliche 107–112
- Einflussnahme
- formell 78 f., 136, 143, 214
- informell 78 f., 136, 143, 190, 230
- Einlagepflicht *siehe* Pflicht
- Endbegünstigte 52, 103–105, 124
- Engagement 79, 143–145, 151 f., 158, 190–192
- ~Dividende 181
- Transparenz 190 f.
- ESG 145, 156, 196 f., 229 f.
- ETF *siehe* Exchange Traded Funds
- Europarecht 53 f.
- Exchange Traded Funds
- Indexfonds als ~ 26 f.
- Finanzkrise 82, 89
- Forschungsstand 8–15
- Governance-Abteilung 7, 148, 175, 232, 261
- Hedgefonds 15, 100, 128, 152, 188, 231
- Horizontalverflechtungen, indirekte *siehe* *common ownership*
- Index 21
- Indexfonds
- Anbieter 30, 137
- Definition 21 f.
- Deutschland 31
- physische 28
- synthetische 28
- USA 31
- *siehe auch* Investoren, institutionelle
- Informationseffizienz 22 f., 254 f.
- Informationsrecht 38, 42
- Informationsversorgung 239–241, 243 f.
- Inhaltsanalyse, qualitative 18, 138
- Ergebnisse 141 f.
- Kategoriensystem 139 f.
- Initiativrecht 37, 40, 44, 128, 145, 186–188
- Institutionenökonomie, Neue 18 f.
- Interessenkonflikt 231 f., 235, 257–265
- Internalisierung von Externalitäten *siehe* Anreiz
- Investmentvermögen 21, 29 f.
- investor forum* 183
- Investoren, aktivistische *siehe* Hedgefonds
- *siehe auch* *shareholder activism*
- Investoren, institutionelle
- Ähnlichkeiten mit Indexfonds 9–12
- Definition 8 f.
- Historie 81
- Indexfonds als ~ 8 f.
- Interessenwahrnehmung 104–107
- Sonderpflichten 51–58, 65
- Unterschiede zu Indexfonds 12–14
- *siehe auch* Stewardship
- Investoren, passive 24 f.
- KAGB 22, 29 f., 114
- Kapitalmarkteffizienz 16 f., 126
- Kapitalmarktrecht 58–61
- Kartellrecht 16, 216
- Kategoriensystem 139 f.
- KGaA 16
- Klage
- ~aktivität von Indexfonds 158 f., 227 f.
- ~recht 39, 42 f.
- Kontrolldichte, gerichtliche 201 f.
- Konzentration von Anteilen 7, 253
- Konzernrecht 210
- Konzessionssystem 83
- Liquiditätsrisiko 17
- Lyxor 144, 145–150
- *siehe auch* Anbieter, untersuchte
- Market Maker 26
- Marketing *siehe* Öffentlichkeitsarbeit
- Mitwirkung
- Definition 2, 80
- Informationsgrundlage 243
- Kosten 123

- teilen 182–185
- weiterreichen 179–181
- Maßstab 132
- ~sabsicht 250
- saugaben 179, 246
- ~sbericht 136 f., 143 f., 151 f.
- ~pflicht 46, 55, 100, 115–117, 258
- potentieller Mehrwert 115–117
- Praxis Deutschland 142–150
- Praxis USA 150–162
- Studien zur ~ 150, 155–162
- Tabelle 170
- vereinheitlichte ~ 7, 239 f., 244–246, 248–252

Nationalsozialismus 84 f.

Normativsystem 83

Öffentlichkeitsarbeit 131, 165 f., 229

officers 71

OGAW 29

Passivität

- Anlagestrategie 22 f.
- Aussicht 116 f., 254 f.
- Auswirkung auf Wettbewerbsverhalten 218
- Bekämpfung 80–93
- Dimensionen 24 f.
- Erklärungsbedürftigkeit 57, 93
- Handlungspflicht 46–49, 61 f.
- Indexfonds 24 f.
- rechtliche Zulässigkeit *de lege ferenda* 77–130, 132
- rechtliche Zulässigkeit *de lege lata* 76
- pass-through voting* siehe Stimmrechtsweitergabe

Pflicht

- Einlage~ 45, 125
- Mitwirkungs~ 46, 55, 100, 115–117, 258
- Stimm~ 46–49, 51–58, 114
- Treue~ 46–49, 214
- *siehe auch* Aktionärspflichten
- *siehe auch duties*
- *siehe auch* Einlagepflicht
- Prinzipal-Agenten-Konflikt 95–102, 259
- Privatautonomie 110 f.
- property rights*-Lehre 113

Rechtsdogmatik 18

Rechtstatsache 30, 170

Rechtsvergleich

- Aktionärspflichten 65, 118, 130
- Aktionärsrechte 44, 82, 118, 130
- Methode 17, 34 f.
- Organe 74 f., 119–122
- Unternehmensinteresse 121
- Regulierung, befürchtete 226 f.
- Regulierungsvorschläge 8
- Beteiligungsgrenzen 221
- Mitwirkungsausgaben 179, 246
- Mitwirkungskosten teilen 182–185
- Mitwirkungskosten weiterreichen 179–181
- Stimmrechtsverbot 246
- Stimmrechtsweitergabe 247, 255 f.
- Transparenz der Engagements 190 f.
- Transparenz der Vergütung 221
- Replikation, physische 28 f.
- Replikation, synthetische 28 f.

Schadensersatz 211–213

Schedule 13D 63, 157, 186

Schedule 13G 63, 204, 221

SE 16

separation of ownership and control 81, 95

shareholder 40–44, 61–65, 82

– Historie 81

– *proposal* 41, 156–158, 160–162, 188, 196

– *value* 43, 72 f., 121 f., 146, 201 f., 218 f.

– *siehe auch* Aktionär

– *siehe auch* Rechtsvergleich

shareholder activism 78, 100, 127 f.

– Auswirkungen von Indexfonds auf ~ 160 f.

shareholding, horizontal siehe *common ownership*

short termism 127–129, 187, 231 f.

Skaleneffekt 174, 224, 240, 261

Statstreet 151 f., 152–155

– *siehe auch* Anbieter, untersuchte

Stewardship 79, 82, 89, 103–107

Stewardship Code 79, 82, 90, 118

Stimmrecht

– Deutschland 36 f.

– Stimmpflicht 46–49, 51–58, 114

- ~sberater 163–165, 182, 223
- ~sweitergabe 247, 255 f.
- USA 40
- Verbot 246
- Systemunterschiede 117–123

- tender offer* 64
- Tracking Error 22, 259
- Treuepflicht *siehe* Pflicht
- Trittbrettfahrer-Problem 10, 181, 192

- Übernahmerecht 50, 64
- Überwachung
 - Aktionäre 67–70, 109
 - Auffangkompetenz 69
 - *ex post* 158 f., 227 f.
 - Indexfonds 238 f.

- Kosten 96
- Rechtsvergleich 117–122
- Schwächung durch Passivität 95–102
- *siehe auch* Aufsichtsrat
- Unternehmensinteresse 68, 121 f., 201 f., 212, 219

- Vanguard 151, 152–155
- Verbundeffekt 174, 224, 240, 261
- Vorstand 66
 - Vergütungsanreize 213
- Verwaltungsgebühr 173

- Wertpapierverleih 162
- Wettbewerbsrecht *siehe* Kartellrecht
- Wettbewerbsverhalten Portfoliogesellschaft 202–222