

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. *Indexfonds und Mitwirkung*..... 1

II. *Kritik an Indexfonds in den USA* 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. *Verortung in der Corporate Governance-Forschung* 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. Leitfragen und Begrenzung</i>	<i>15</i>
1. Leitfragen dieser Arbeit	15
2. Begrenzung dieser Arbeit.....	16
<i>V. Methoden</i>	<i>17</i>
<i>VI. Gang der Untersuchung</i>	<i>19</i>
 B. Indexfonds.....	 21
<i>I. Wirtschaftliche Hintergründe.....</i>	<i>21</i>
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. Rechtliche Hintergründe</i>	<i>29</i>
<i>III. Rechtstatsachen</i>	<i>30</i>
1. Deutschland und Europa	31
2. USA.....	31
<i>IV. Ergebnis</i>	<i>32</i>
 C. Die Rolle der Aktionäre in der Corporate Governance.....	 33
<i>I. Zum Aktienrecht als Maßstab.....</i>	<i>33</i>
<i>II. Rechtliche Stellung der Aktionäre in der Corporate Governance</i>	<i>34</i>
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

<i>III. Sollten Aktionäre in der Corporate Governance passiv sein dürfen?</i>	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
 IV. Ergebnis	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. Praxis der Mitwirkung von Indexfonds in der Corporate Governance	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>	
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