

# 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<br>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:<br>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 |