

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 Langenbucher

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.

Zagl.: 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

Vorwort

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

§ 1 Einleitung

Salarino: *And, in a word, but even now worth this,
And now worth nothing? [...]
But tell not me, I know Antonio
Is sad to think upon his merchandise.*

Antonio: *Believe me, no. I thank my fortune for it,
My ventures are not in one bottom trusted,
Nor to one place; nor is my whole estate
Upon the fortune of this present year;
Therefore, my merchandise makes me not sad.*“

*Shakespeare, The Merchant of Venice (1600 [1998]),
Erster Akt, Erste Szene.*

A. Motivation

Schon der Kaufmann von Venedig wusste die Vorzüge der Risikostreuung zu schätzen. Vor allem im Bereich der Wertpapieranlage spielt der Diversifikationsgedanke auch heute noch eine zentrale Rolle. Aber wie lässt er sich am besten umsetzen? Obwohl die wesentlichen Intuitionen bereits bei *Shakespeare* angelegt schienen,¹ dauerte es recht lange, bis die ökonomische Theorie praktisch verwertbare Antworten auf diese Frage anbieten konnte. Der entscheidende Durchbruch gelang im Jahr 1952 *Harry Markowitz* mit dem „portfolio selection“-Modell,² welches die Finanzmarkttheorie für die kommenden Jahrzehnte prägen sollte.³ Nicht zuletzt legte *Markowitz* mit seiner Arbeit einen wichtigen Grundstein für den Siegeszug

1 Vgl. *Markowitz*, *Fin. Anal. J.* 55 (1999), 5 („Clearly, Shakespeare not only knew about diversification but, at an intuitive level, understood covariance.“).

2 *Markowitz*, *J. Fin.* 7 (1952), 77.

3 Aufbauend auf *Markowitz*‘ Überlegungen etwa das bekannte Capital Asset Pricing Model (CAPM) nach *Sharpe*, *J. Fin.* 19 (1964), 425 und *Lintner*, *Rev. Econ. Stat.* 47 (1965), 13. Siehe auch *Rubinstein*, *J. Fin.* 57 (2002), 1041, 1044 („Indeed, the ideas in [Markowitz‘] 1952 paper have become so interwoven into financial economics that they can no longer be disentangled.“).

der „passiven“ Anlagestrategie.⁴ Diese zielt darauf ab, unter Minimierung der durch Diversifikation vermeidbaren Risiken die Marktrendite zu verdienen. Im Gegensatz zu „aktiven“ Strategien legt es die passive Anlagestrategie nicht darauf an, durch Ausnutzung vermeintlicher oder tatsächlicher Informationsvorteile Überrenditen zu erzielen. Zahlreiche Studien haben im Laufe der Zeit gezeigt, dass sich mit passiven Strategien nach Kosten im Mittel höhere risikoadjustierte Renditen erzielen lassen als mit aktiven Ansätzen.⁵

Zur Implementierung passiver Strategien setzen vor allem Privatanleger häufig auf Indexfonds, heutzutage zumeist in der börsengängigen Form eines Exchange-Traded Fund (ETF).⁶ Die Anlagestrategie solcher Fonds beruht in der Regel auf der schlichten Nachbildung (synonym: Replikation, „Tracking“) eines bestimmten Wertpapierindex.⁷ Zu den bekanntesten Anbietern von Indexfonds gehören die US-amerikanischen Vermögensverwalter BlackRock, Vanguard und State Street. Gemeinsam werden sie oft als die „Big Three“ bezeichnet.⁸ Auch Fondsgesellschaften, die primär aktiv gemanagte Produkte anbieten, unterhalten daneben regelmäßig ein mehr oder weniger umfangreiches passives Segment.⁹ Darüber hinaus setzen die Verwalter von Indexfonds passive Anlagestrategien bisweilen auf Basis individueller Vereinbarungen für Pensionsfonds und andere institutionelle

4 Für eine ausführliche Darstellung der Geschichte der passiven Anlageprodukte im Lichte der Arbeiten von *Markowitz* und anderen Pionieren der modernen Kapitalmarkttheorie siehe *Wigglesworth*, *Trillions* (2021), S. 37 ff.

5 Siehe etwa *Gruber*, *J. Fin.* 51 (1996), 783; *French*, *J. Fin.* 63 (2008), 1537 („cost of active investing“); *Del Guercio/Reuter*, *J. Fin.* 69 (2014), 1673, 1673 („well-documented underperformance“).

6 Für eine Beschreibung der Funktionsweise von ETFs siehe *Lettau/Madhavan*, *J. Econ. Persp.* 32 (2018), 135; aus deutsch-rechtlicher Sicht zuletzt *Becker*, *WM* 2022, 604.

7 Vgl. für das deutsche Kapitalanlagerecht Art. 3 Nr. 2, 4 Abs. 3 Fondskategorien-Richtlinie (auf Basis des § 4 Abs. 2 KAGB). Im Detail lässt sich darüber streiten, ob jede indexnachbildende Strategie das Attribut „passiv“ verdient, da die Methodik für die Zusammensetzung der Indizes ihrerseits aktive Elemente aufweisen kann; ausführlich dazu *Robertson*, *Yale J. Reg.* 36 (2019), 795; *Mahoney/Robertson*, *Harv. Bus. L. Rev.* 11 (2021), 311.

8 Dazu näher unten § 2 C.II.4.

9 Siehe unten § 2 C.II.3 und § 2 C.II.4.

Investoren¹⁰ um.¹¹ Die Dienstleistung, Portfolios mit indexnachbildender Anlagestrategie für andere zu verwalten, wird im Folgenden als „passive Vermögensverwaltung“ oder schlicht „passive Verwaltung“ bezeichnet.

Rund um den Globus gewinnen passiv verwaltete Produkte zunehmend an Popularität: Im vergangenen Jahr überstiegen die weltweiten Zuflüsse in Indexfonds erstmals eine Billion US-Dollar (der Großteil davon in ETFs).¹² Ein erheblicher Teil dieser Zuflüsse entfiel dabei auf solche Indexfonds, die in Aktien investieren.¹³ Es verwundert daher nicht, dass sich der Trend zur passiven Kapitalanlage zunehmend auch in den Beteiligungsstrukturen börsennotierter Gesellschaften niederschlägt. Für die USA etwa haben *Lucian Bebchuk* und *Scott Hirst* in einer vielbeachteten Studie dokumentiert, dass die Big Three an den Emittenten des Leitindex S&P 500 Ende 2017 im Mittel gemeinsam eine etwa 20 %-ige Beteiligung hielten.¹⁴ Der hohe Diversifikationsgrad passiver Produkte bringt es zudem mit sich, dass ihre Verwalter häufig erhebliche Beteiligungen an Gesellschaften halten, die miteinander im Wettbewerb stehen.¹⁵

Einer verbreiteten Intuition zum Trotz bedingt die passive Natur der Anlagestrategie nicht von vornherein, dass passive Verwalter auch in der Corporate Governance der Portfoliogesellschaften eine passive Rolle einnehmen.¹⁶ Die Passivität der Verwaltung beschreibt zunächst nur eine Eigenschaft der Strategie zur Portfolioallokation, also der Auswahl und

10 Zum Begriff des institutionellen Investors etwa *Brellocks*, ZHR 185 (2021), 319, 321 ff.; *Bassler*, Institutionelle Anleger (2015), S. 33 ff.; zur im Vergleich zum allgemeinen Sprachgebrauch restriktiven Definition des Begriffs „institutionelle Anleger“ in § 134a AktG unten § 4 B.II.2.

11 Zur rechtsstatistischen Erheblichkeit dieser Intermediationsform unten § 2 B.I und § 2 C.II.4.

12 Morningstar, Global Flows 2021 (2022), S. 3.

13 Vgl. für den europäischen Raum etwa Morningstar, Asset Flow Commentary: Europe (2021), S. 3 (12-Monatsübersicht der Zuflüsse Stand April 2021, dabei entfielen 65 % der Zuflüsse in passive Fonds auf die Kategorie „Equity“); für den US-amerikanischen Markt Morningstar, U.S. Fund Flows (2021), S. 3 mit Tabelle 3 (12-Monatsübersicht der Zuflüsse Stand Juni 2021, dabei entfielen 54 % der Zuflüsse in passive Fonds auf die Kategorien „U.S. Equity“, „Sector Equity“ und „International Equity“). In der in Fn. 12 genannten Fundstelle werden die globalen Zuflüsse in Indexfonds anders als die Zuflüsse in aktive Fonds nicht gesondert nach Anlageklassen aufgeschlüsselt.

14 *Bebchuk/Hirst*, B. U. L. Rev. 99 (2019), 721, 734 mit Abbildung 1.

15 Für eine ausführliche Dokumentation der Entwicklung der Horizontalverflechtungen im S&P 500 etwa *Backus/Conlon/Sinkinson*, AEJ:Micro 13 (2021), 273; *Amel-Zadeh/Kasperk/Schmalz*, ECGI Finance Working Paper No 838/2022.

16 Wie hier *Bassler*, Institutionelle Anleger (2015), S. 104 f.

Gewichtung der in ein Portfolio aufzunehmenden Werte. Insofern haben passive Verwalter praktisch kaum Ermessen: Die Kapitalallokation wird bereits durch den zu replizierenden Index vorgegeben. Noch nichts gesagt ist damit allerdings über Umfang und Art der Ausübung von Aktionärsrechten und sonstiger Einflussnahmen auf die Portfoliogesellschaften. Ein passiver Anleger respektive Verwalter muss nicht zwangsläufig ein „passiver“ Aktionär sein, umgekehrt können auch „passive“ Aktionäre prinzipiell eine aktive Anlagestrategie verfolgen. Inwiefern passive Verwalter tatsächlich Anreize haben, auf die Geschicke der Portfoliogesellschaften Einfluss zu nehmen, steht auf einem anderen Blatt – es griffe aber zu kurz, insofern schlicht auf die „passive“ Strategie der Kapitalallokation zu verweisen!

B. Erkenntnisinteressen

Ausgehend von den skizzierten Beobachtungen hat sich im US-amerikanischen Raum in den vergangenen Jahren eine vielschichtige Diskussion über die Rolle passiver Vermögensverwalter in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften entfaltet.¹⁷ Die in diesem Zuge unterbreiteten Reformvorschläge reichen von „nichts tun“¹⁸ über die im Unternehmens- und Kapitalmarktrecht üblichen Rufe nach mehr Transparenz¹⁹ hin zu erheblichen Interventionen wie strengen Beteiligungsobergrenzen für passive Verwalter.²⁰ Manche sorgen sich dabei vor allem um die erhebliche Konzentration wirtschaftlicher Macht in den Händen weniger Vermögensverwalter bzw. der für sie handelnden Individuen.²¹ Andere stehen dem Bedeutungsgewinn passiver Vermögensverwalter optimistischer gegenüber und hegen die Hoffnung, dass passive Verwalter aufgrund des hohen Diversifizierungsgrads ihrer Portfolios wichtige Beiträge zur Bewältigung großer globaler Herausforderungen wie dem Klimawandel leisten könnten.²² Wiederum andere befürchten, dass passive Verwalter – insbesonde-

17 Statt aller hier nur *Lund*, J. Corp. L. 43 (2018), 493; *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029; *Fisch/Hamdani/Solomon*, U. Pa. L. Rev. 168 (2019), 17; *Rock/Kahan*, B. U. L. Rev. 100 (2020), 1771.

18 Etwa *Rock/Kahan*, B. U. L. Rev. 100 (2020), 1771, 1815 („we [...] favor letting shareholders be shareholders“).

19 Etwa *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029, 2123 ff.

20 Etwa *Posner/Scott Morton/Weyl*, Antitrust L.J. 2016, 669, 708 f. und passim.

21 Etwa *Coates*, Harvard Public Law Working Paper No 19–07 (2019).

22 Etwa *Condon*, Wash. L. Rev. 95 (2020), 1.

re im Vergleich zu aktiven Verwaltern – nur vergleichsweise schwache Anreize haben könnten, überhaupt in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften mitzuwirken, was Agenturkonflikten zwischen Unternehmensführung und Aktionariat Vorschub leisten könnte.²³ Als besonders kontrovers haben sich ferner die unter dem Stichwort „Common Ownership“ diskutierten industrieökonomischen Implikationen der diversifizierten Geldanlage erwiesen.²⁴ Im Mittelpunkt steht dabei die Sorge, dass über den Kapitalmarkt vermittelte indirekte Horizontalverflechtungen volkswirtschaftlich nachteilige Auswirkungen auf den Produktmarkt-wettbewerb haben könnten (namentlich höhere Preise, geringere Mengen).²⁵ Für den gesellschaftsrechtlichen Diskurs sind die unter Umständen antikompetitiven Effekte von Common Ownership deshalb von Interesse, weil sich die industrieökonomische und wettbewerbsrechtliche Diskussion in weiten Teilen darum dreht, über welche Mechanismen solche Effekte vermittelt werden könnten – dies sind am Ende hauptsächlich Kanäle der Corporate Governance.²⁶

Inspiziert durch die anregenden Diskussionen jenseits des Atlantiks richtet die vorliegende Untersuchung den Blick auf die europäischen und hier vor allem die deutschen Markt- und Rechtsverhältnisse: Sie will ausloten, inwiefern der Siegeszug der passiven Vermögensverwaltung auch hierzulande eine Herausforderung für die Corporate Governance darstellt. Kernziel ist es dabei, Empfehlungen dafür zu entwickeln, ob und wie der deutsche und europäische Gesetzgeber im Bereich des Unternehmens- und Kapitalmarktrechts auf den Bedeutungsgewinn der passiven Kapitalanlage reagieren sollten. Das zentrale Erkenntnisinteresse der Untersuchung ist also rechtspolitischer Natur. Auf der Linie des US-amerikanischen Diskurses soll dieses Erkenntnisinteresse vorliegend primär vom Standpunkt der ökonomischen Analyse des Rechts beleuchtet werden.²⁷

23 Etwa *Bebchuk/Hirst*, Colum. L. Rev. 119 (2019), 2029.

24 *Elbauge*, Harv. L. Rev. 129 (2016), 1267, 1267 sprach schon früh von einem „economic blockbuster“.

25 Prägend für die Diskussion die Studie zum US-Luftfahrtsektor von *Azar/Schmalz/Tecu*, J. Fin. 73 (2018), 1513.

26 Statt aller hier nur *Hemphill/Kaban*, Yale L. J. 129 (2020), 1392; *Elbauge*, Ohio St. L. J. 82 (2021), 1.

27 Allgemein zur Rechtfertigung der Wohlfahrtsökonomie als normativem Analyserahmen *Kaplow/Shavell*, Harv. L. Rev. 114 (2001), 961, 976 ff.; zum Stellenwert der ökonomischen Analyse des Rechts für die deutsche Gesetzgebung etwa *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip (2015), S. 414 ff. und passim.

Zur Beantwortung der rechtspolitischen Leitfrage verfolgt die Untersuchung die folgende Strategie: In einem ersten Schritt fragt sie, inwieweit sich der Bedeutungsgewinn der passiven Kapitalanlage auch hierzulande in den Beteiligungsstrukturen börsennotierter Gesellschaften niederschlägt. Weiterhin ist zu klären, inwiefern der Bedeutungsgewinn passiver Vermögensverwalter unter Corporate Governance-Gesichtspunkten ein ökonomisches Problem darstellt, auf das die Rechtsordnung ggf. reagieren sollte. Aufbauend auf dieser Problemanalyse fragt die Untersuchung, inwieweit die identifizierten Probleme bereits von der Rechtsordnung gelöst werden oder in der Zukunft gelöst werden könnten. Dies erfordert zunächst eine Bestandsaufnahme der Regeln, die *de lege lata* für die Mitwirkung passiver Vermögensverwalter in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften gelten. Auf dieser Bestandsaufnahme kann schließlich die eigentliche rechtspolitische Diskussion aufsetzen.

Über die Rolle institutioneller Investoren in der Corporate Governance und „Stewardship“ ist über die Jahre gewiss schon viel geschrieben worden, zuletzt insbesondere im Zusammenhang mit der Revision der Aktionärsrechterichtlinie (ARRL²⁸) und ihrer nationalen Umsetzung durch das ARUG II.²⁹ Zu einem gewissen Grad serviert die Untersuchung mit dem skizzierten Forschungsprogramm daher „alten Wein in neuen Schläuchen“: Wieder einmal werden die Mitwirkung von institutionellen Investoren in der Corporate Governance diskutiert und die einschlägigen aktien- und aufsichtsrechtlichen Vorgaben kritisch gewürdigt, dieses Mal pri-

28 Richtlinie 2007/36/EG, geändert durch die Richtlinie (EU) 2017/828 (ARRL II). Im Rahmen der Untersuchung sind Zitate der „ARRL“ solche der konsolidierten Fassung, Zitate der „ARRL II“ solche der Änderungsrichtlinie.

29 Siehe aus der Aufsatzliteratur etwa *Baums/Fraune*, AG 1995, 97; *Schmolke*, ZGR 2007, 701; *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221; *Tröger*, ZGR 2019, 126; monographisch *Mackensen*, Institutionelle Anleger im Unternehmensrecht Deutschlands und der USA (2000); *Winkler*, Verantwortung institutioneller Anleger (2008); *Bassler*, Institutionelle Anleger (2015); *Inci*, Shareholder Engagement (2018); *Hein*, Die Stewardship-Verantwortung institutioneller Investoren (2018); *Faure*, Verantwortung institutioneller Aktionäre im deutschen Aktienrecht (2019); aus Schweizer Sicht *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft (2000), S. 436 ff.; *Spillmann*, Institutionelle Investoren im Recht der (echten) Publikumsgesellschaften (2004); *Forstmoser*, in: FS Wiegand (2005); aus der deutschen betriebswirtschaftlichen Forschung etwa *Steiger*, Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance (1999); *Bassen*, Institutionelle Investoren und Corporate Governance (2002); *Heinen*, Institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater (2019). Zu Untersuchungen mit Schwerpunkt auf „aktivistischen“ Aktionären siehe die Nachweise unten Fn. 403.

mär am Beispiel der passiven Vermögensverwaltung. Aus dem Umstand, dass die Ausgangsfragen der Untersuchung altbekannt sind, folgt allerdings nicht, dass zu diesen Fragen allgemein oder speziell im vorliegenden Kontext schon alles gesagt ist.³⁰

In der Sache sind zahlreiche Besonderheiten der passiven Verwaltung in den Blick zu nehmen, namentlich die relativ niedrigen Gebührensätze, die weitgehende Austauschbarkeit passiver Produkte aus Anlegersicht, die fehlende Exit-Möglichkeit passiver Verwalter sowie die hohen Beteiligungsquoten mancher Verwalter. All diese Faktoren können sich auf Umfang, Art und Konsequenzen der Anreize zur Mitwirkung der Vermögensverwalter in der Corporate Governance auswirken. Dies wird nicht zuletzt durch eine Reihe von Beiträgen aus der jüngeren finanzökonomischen Forschung belegt, die sich empirisch mit den Unterschieden im Mitwirkungsverhalten passiver und aktiver Verwalter auseinandersetzen. Der Umstand, dass passive Verwalter häufig an verschiedenen Gesellschaften beteiligt sind, die miteinander im Wettbewerb stehen, gibt zudem Anlass, die industrieökonomischen Implikationen der Mitwirkungsanreize dieser Verwalter näher in den Blick zu nehmen.

Daneben beschreitet die Untersuchung auch auf methodischer Seite einige noch wenig ausgetretene Pfade. So nutzt sie nicht nur die hergebrachten Begriffe der ökonomischen Analyse des Unternehmensrechts, um qualitativ die einschlägigen Anreizstrukturen zu beschreiben, sondern macht auch verschiedene Ansätze fruchtbar, die sich im weitesten Sinn der „quantitativen Rechtswissenschaft“³¹ zuordnen lassen. Einerseits setzt die Untersuchung stellenweise selbst quantitative Methoden ein. So unternimmt sie eine eigenständige Auswertung der zugrundeliegenden Rechts-tatsachen und stützt sich gelegentlich auf modelltheoretisch motivierte Argumente. Andererseits rezipiert sie an zahlreichen Stellen recht ausführlich die kontemporäre ökonomische empirische Literatur zum Thema und hinterfragt kritisch die dort eingesetzten Methoden und gefundenen Ergebnisse. Die Untersuchung hofft, den Leser dabei überzeugen zu können, dass derlei disziplinenübergreifende Ansätze bisweilen interessante, neuartige und rechtspolitisch relevante Erkenntnisse zu Tage fördern können,

30 Speziell zur Bedeutung der passiven Vermögensverwaltung daher auch *Weber/Kebekus*, ZHR 184 (2020), 324; *Klöbn*, ZHR 185 (2021), 183 und ebenfalls monographisch *Winterhalder*, Indexfonds in der Corporate Governance (2022); siehe auch *Weber-Rey*, in: FS Seibert (2019), S. 1070 („Insbesondere Indexfonds [...] müssen in ihrer Wechselwirkung auf die Unternehmenslandschaft besser analysiert, besser verstanden werden.“).

31 *Coupette/Fleckner*, JZ 2018, 379.

§ 1 Einleitung

die dem Rezipienten bei einem nur kursorischen Überblick über den Forschungsstand verborgen blieben.

C. Gang der Untersuchung

Der Hauptteil der Untersuchung ist in vier Kapitel unterteilt, die mit der oben genannten Strategie zur Beantwortung der Forschungsfrage korrespondieren. Die ersten zwei Kapitel behandeln die rechtstatsächlichen (§ 2) und rechtsökonomischen (§ 3) Vorfragen zur Problemanalyse. Das dritte und vierte Kapitel widmen sich den rechtlichen Rahmenbedingungen *de lege lata* (§ 4) und *de lege ferenda* (§ 5). Am Schluss steht eine Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse (§ 6). Im Einzelnen stellt sich der Gang der Untersuchung wie folgt dar.

§ 2 beleuchtet zum Auftakt die rechtstatsächliche Verbreitung passiv verwalteter Beteiligungen. Der Schwerpunkt liegt dabei auf dem deutschen Aktienmarkt. Daneben wird aber auch ein vergleichender Blick auf den breiteren europäischen Raum und den US-amerikanischen Markt geworfen. Der rechtstatsächlichen Bestandsaufnahme wird hier deshalb ein ganzes Kapitel gewidmet, weil es andernorts an aussagekräftigen Statistiken zu den Beteiligungsstrukturen im deutschen Aktienmarkt fehlt: Die verfügbaren Untersuchungen analysieren oft nur Beteiligungen oberhalb bestimmter Grenzwerte, betrachten nur vergleichsweise wenige Kennzahlen oder begrenzen die Untersuchungspopulation auf die Unternehmen des DAX. Auf Basis der öffentlich verfügbaren Auswertungen lässt sich beispielsweise nicht ansatzweise beantworten, wie hoch die durchschnittliche Beteiligung von Indexfonds an Emittenten im deutschen Aktienmarkt ausfällt, in welchen Jurisdiktionen die Verwalter der einschlägigen Fonds sitzen, und wie stark das Ausmaß indirekter Horizontalverflechtungen (Common Ownership) im deutschen Raum im Vergleich zu den USA ausfällt. Für eine tragfähige rechtspolitische Diskussion über den Umgang mit passiven Vermögensverwaltern sind diese Fragen jedoch von entscheidender Bedeutung. Wie sich zeigen wird, fehlen Antworten auf diese Fragen bislang nicht oder zumindest nicht ausschließlich deshalb, weil es für deutsche Emittenten von vornherein an den notwendigen Daten fehlt: Dank der weitreichenden Transparenz von Fondsbeteiligungen lässt sich auch unterhalb der wertpapierhandelsrechtlichen Meldeschwellen einiges zu den Beteiligungsstrukturen im deutschen Aktienmarkt sagen.

Neben Erläuterungen zur Herkunft der entsprechenden Daten präsentiert § 2 die Ergebnisse umfangreicher eigener Analysen der Beteiligungs-

strukturen im DAX, MDAX und SDAX zwischen 2005 und 2020. Für das Jahr 2020 werden die Beteiligungsstrukturen zudem für den gesamten deutschen Aktienmarkt (CDAX) analysiert und mit entsprechendem Zahlenmaterial für die USA und die europäische Ebene verglichen. Aufgrund der Knappheit von Auswertungen, die den gesamten Markt in seiner Breite und Tiefe beleuchten, dürften diese Analysen durchaus auch über den hier behandelten Kontext hinaus für die Unternehmensrechtsforschung von Interesse sein.

Für den weiteren Gang der Untersuchung sind vor allem drei Beobachtungen aus § 2 wichtig: Erstens lässt sich im Zeitraum zwischen 2005 und 2020 auch in Deutschland ein Bedeutungsgewinn der passiven Vermögensverwalter in den Beteiligungsstrukturen börsennotierter Gesellschaften konstatieren, der mit stärkeren indirekten Verflechtungen einhergeht. Auch im breiteren europäischen Raum hat die passive Anlagestrategie ihre Spuren in den Beteiligungsstrukturen hinterlassen. Diese Beobachtung ist deshalb wichtig, weil sie belegt, dass die im weiteren Verlauf der Untersuchung angestellten ökonomischen Überlegungen auch aus deutscher bzw. europäischer Sicht keineswegs nur von ganz theoretischem Interesse sind. Zweitens sollte die Bedeutung der passiven Vermögensverwalter aber im Vergleich mit entsprechenden Metriken für die USA auch nicht überschätzt werden, insbesondere jenseits der größten Gesellschaften. Diese Beobachtung ist vor allem deshalb wichtig, weil sie zeigt, dass jedenfalls diejenigen Reformüberlegungen, die durch die inzwischen doch recht beachtliche Dominanz der Big Three in den USA inspiriert sind, für den deutschen und europäischen Markt jedenfalls derzeit kaum Relevanz entfalten. Drittens entfällt ein erheblicher Teil der Indexfonds-Beteiligungen an deutschen Gesellschaften (und auch von Vermögensverwalter-Beteiligungen im Allgemeinen) auf US-amerikanische Verwalter. Wichtig ist diese Beobachtung deshalb, weil sie zeigt, dass deutsche und europäische Reformdiskussionen im hier behandelten Kontext auch das einschlägige US-amerikanische Aufsichtsrecht im Blick behalten müssen. Dieses ist nicht nur aus vergleichender Perspektive von Interesse, sondern entfaltet, soweit es Sorgfalts- und Transparenzpflichten für Vermögensverwalter enthält, die unabhängig vom Sitz der Portfoliogesellschaften gelten, keine geringere Bedeutung für die Corporate Governance deutscher und europäischer Gesellschaften als die nationalen und supranationalen Regeln für deutsche und europäische Verwalter.

§ 3 nimmt die Rolle passiver Vermögensverwalter in der Corporate Governance unter ökonomischen Gesichtspunkten in den Blick. Ziel des Kapitels ist es, auszuloten, inwiefern der Bedeutungsgewinn der passiven

Kapitalanlage ein ökonomisches Problem darstellt, das ggf. eine Reaktion der Rechtsordnung erfordert. Dabei geht es nicht darum, den Sinn und Unsinn, die Chancen und Risiken sowie die Kosten und den Nutzen der Aktionärsmitwirkung im Allgemeinen zu bewerten. Dreh- und Angelpunkt der Analyse ist vielmehr die Beobachtung, dass Vermögensverwalter in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften nicht im ureigenen Interesse, sondern als Intermediäre („Stewards“)³² ihrer Endanleger mitwirken. Diese Intermediatisierung führt dazu, dass ein Vermögensverwalter mit einer x%-igen Beteiligung an einer Gesellschaft deutlich geringere Anreize zur Mitwirkung in der Corporate Governance dieser Gesellschaft hat als ein Anleger mit proprietärer Beteiligung in gleicher Höhe. Die aufgrund des klassischen Kollektivhandlungsproblems der Aktionäre ohnehin suboptimalen – aber gleichwohl nicht völlig von der Hand zu weisenden³³ – Mitwirkungsanreize der Inhaber verhältnismäßig kleiner Beteiligungen werden dadurch weiter verwässert.

§ 3 rekapituliert zunächst knapp die rechtsökonomischen Grundlagen der Aktionärsmitwirkung in der Corporate Governance, unter Berücksichtigung der Besonderheiten des deutschen Aktienrechts. Aufbauend hierauf entwickelt § 3 eine „Stewardship-Theorie der passiven Vermögensverwaltung“, die die grundlegenden Unterschiede zwischen passiver und aktiver Verwaltung und ihre möglichen Auswirkungen auf das Mitwirkungsverhalten der Verwalter herausarbeitet. Der zentrale Agenturkonflikt bei der Vermögensverwaltung, der sich aus der Fixvergütung der Verwalter ergibt, wird dabei zunächst formal beschrieben. Diese formale Analyse dient zugleich als Ausgangspunkt für eine – überwiegend qualitative – Diskussion verschiedener weiterer Faktoren, die sich auf das Ob und Wie der Aktionärsmitwirkung durch passive Verwalter auswirken könnten. Im Anschluss an diese theoretischen Ausführungen wertet § 3 die umfangreiche empirische Literatur zum Mitwirkungsverhalten passiver Vermögensverwalter aus. Der Forschungsstand wird dabei nicht nur auf Basis der Abstracts der einschlägigen Studien erläutert: Gefragt wird vielmehr auch, was dort jeweils wie untersucht wurde und welche Schlüsse sich aus den Ergebnissen ziehen lassen (und welche nicht). Zuletzt lotet § 3 knapp aus, wie sich die Befunde aus dem theoretischen und empirischen Teil zu der kontroversen Forschung zu den antikompetitiven Effekten von Common Ownership verhalten.

32 Zur Terminologie noch unten § 3 A.III.

33 Unten § 3 A.I.4.

Für den weiteren Gang der Untersuchung lassen sich aus § 3 wiederum drei wesentliche Beobachtungen synthetisieren. Erstens besteht aus theoretischer Sicht durchaus Grund zur Sorge: Passive Vermögensverwalter haben insbesondere im Vergleich zu aktiven Verwaltern aus Sicht der Endanleger suboptimale Anreize, in der Corporate Governance der Portfoliogesellschaften aktiv zu werden. Dies liegt ganz überwiegend nicht an der passiven Anlagestrategie per se, sondern an bekannten Agenturkonflikten, die durch die besonderen Eigenschaften der passiven Anlagestrategie verschärft werden. Zweitens ist auf Basis der gegenwärtigen empirischen Studienlage davon auszugehen, dass sich diese Besonderheiten auch praktisch durchaus im Mitwirkungsverhalten der passiven Verwalter niederschlagen. Insbesondere im Vergleich zu aktiven Verwaltern fällt dieses jedenfalls in den USA spürbar zurückhaltender aus, was dem klassischen Prinzipal-Agent-Konflikt der Corporate Governance Vorschub leisten könnte. Die Ergebnisse einer vielzitierten Studie, die passive Verwalter demgegenüber als „aktive Eigentümer“ portraitierte,³⁴ scheinen bei näherem Hinsehen kaum belastbar. Drittens schließen diese theoretischen und empirischen Befunde Sorgen über antikompetitive Effekte von Common Ownership keineswegs aus. Im Gegenteil könnte schwaches Mitwirkungsverhalten der passiven Verwalter seinerseits einen wichtigen Transmissionsmechanismus für solche antikompetitiven Effekte darstellen.

Im Lichte der rechtstatsächlichen Beobachtungen aus § 2 (Bedeutungsgewinn der passiven Vermögensverwalter) und der rechtsökonomischen Problemanalyse aus § 3 (beachtliche Anreizprobleme im Verhältnis zwischen Endanlegern und passiven Vermögensverwaltern mit Auswirkungen für die Corporate Governance und unter Umständen auch für die Produktmärkte) richten die §§ 4 und 5 den Blick auf die Rolle des Rechts. Im Fokus steht die Frage, inwieweit die Rechtsordnung einen Beitrag zur Lösung der in § 3 analysierten Anreizprobleme in der passiven Vermögensverwaltung leistet oder in Zukunft leisten könnte. Da es im Kern um Interessenkonflikte zwischen Verwaltern und ihren Endanlegern geht, sind dabei vor allem aufsichtsrechtliche Vorgaben in den Blick zu nehmen, die sich mit der Mitwirkung von Intermediären in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften befassen.

§ 4 unternimmt zunächst eine Bestandsaufnahme relevanter Regelungen im US-amerikanischen, europäischen und deutschen Recht. Praktisch verwertbare Reformvorschläge lassen sich schwer im luftleeren Raum allein

³⁴ *Appel/Gormley/Keim*, J. Fin. Econ. 121 (2016), 111 („Passive investors, not passive owners“).

auf Basis ökonomischer Überlegungen formulieren. Vielmehr können rechtspolitische Empfehlungen, auch soweit sie ihren Ausgangspunkt in der Analyse ökonomischer Problemlagen nehmen, sinnvoll nur in Kenntnis der bereits bestehenden rechtlichen Zusammenhänge ausgesprochen werden. Dass die Untersuchung der Beschreibung der *lex lata* ein eigenes Kapitel widmet und diese nicht einfach in die rechtspolitische Diskussion „integriert“, hat vor allem pragmatische Gründe: Einerseits lässt sich der Inhalt der geltenden Regelungen im hier zu untersuchenden Kontext deutlich leichter aus der Systematik des Rechts heraus erklären als im Lichte seiner ökonomischen Funktionen. Andererseits ist der Inhalt der geltenden Vorschriften stellenweise erst durch Auslegung zu klären. Die Entkopplung der Darstellung des geltenden Rechts von der ökonomischen Analyse seiner Funktionen erlaubt hier von vornherein eine saubere Trennung rechtsdogmatischer und rechtspolitischer Erwägungen. Der Preis für diese Aufbauentscheidung ist freilich, dass es zwischen § 3 und § 4 zu einem recht abrupten Themen- und Methodenwechsel kommt: Ging es eben noch um Anreizstrukturen und Regressionsanalysen, stehen plötzlich technische aufsichtsrechtliche Begriffe und klassische Auslegungsfragen auf dem Programm, ehe § 5 wieder den Bogen zu den rechtstatsächlichen und rechtsökonomischen Vorarbeiten aus §§ 2 und 3 zurückspannt.

Die Darstellung in § 4 trennt zwischen dem US-amerikanischen Recht einerseits und dem europäischen und deutschen Recht andererseits. Soweit das US-amerikanische Recht Regelungen zur Mitwirkung US-amerikanischer Vermögensverwalter in der Corporate Governance von aus US-Sicht ausländischen Portfoliogesellschaften trifft, ist dieses dabei wie oben dargelegt keineswegs nur aus vergleichender Perspektive von Interesse. Im US-amerikanischen Recht liegt der Schwerpunkt auf den bundesrechtlichen Regelungen für die Verwaltung von Publikumsfonds sowie den Vorgaben für die externen Verwalter privater Pensionsfonds. Das deutsche Recht wird im zu untersuchenden Bereich weitgehend – wenn auch nicht vollständig – durch europäische Vorgaben determiniert. Schwerpunktmäßig stehen hier die einschlägigen Vorschriften des Kapitalanlagerechts (hierzulande im KAGB umgesetzt) sowie die noch recht jungen Transparenzvorgaben der ARRL II für Vermögensverwalter (national umgesetzt in §§ 134a ff. AktG) auf dem Programm.

Mit Blick auf die anstehende Reformdiskussion lassen sich wiederum drei übergreifende Beobachtungen festmachen. Erstens differenzieren weder die US-amerikanischen noch die deutschen und europäischen Vorgaben grundlegend zwischen aktiver und passiver Verwaltung. Soweit es um allgemeine Defizite dieser rechtlichen Rahmenbedingungen geht, entfaltet

die rechtspolitische Diskussion der Untersuchung daher auch über den engen Bereich der passiven Kapitalanlage hinaus Bedeutung. Es ergäbe wenig Sinn, die Reformdiskussion hier künstlich auf ein Sonderregime speziell für die passive Verwaltung zu beschränken, nur weil es der Bedeutungsgewinn gerade dieser Form der Kapitalanlage war, der die Untersuchung im Ausgangspunkt motivierte. Zweitens zeigt sich, dass sowohl im US-amerikanischen als auch im deutschen und europäischen Recht bislang vor allem zwei Instrumente zum Einsatz kommen. Das erste Instrument sind Transparenzpflichten zur Offenlegung des Mitwirkungsverhaltens der Intermediäre in ihren Portfoliogesellschaften. Das zweite Instrument sind Interessenwahrungspflichten, die eine Ausrichtung des Mitwirkungsverhaltens an den Interessen der Endanleger sicherstellen sollen. Drittens fallen die US-amerikanischen Vorgaben in den einschlägigen Bereichen an zahlreichen Stellen deutlich konkreter aus als die Vorgaben des deutschen und europäischen Rechts. Dies zeigt sich etwa in dem hohen Standardisierungsgrad der Transparenz des Stimmrechtsverhaltens von US-Publikumsfonds. Ferner spielt die Rolle der Vermögensverwalter in der Corporate Governance in der Aufsichtspraxis der zuständigen Behörden in den USA eine deutlich größere Rolle als hierzulande. Für die §§ 134a ff. AktG fehlt es praktisch vollständig an einem Durchsetzungskonzept.

§ 5 schließlich führt die Ergebnisse der rechtstechnischen Bestandsaufnahme aus § 4 mit den rechtstatsächlichen und rechtsökonomischen Vorarbeiten aus §§ 2 und 3 in einer rechtspolitischen Würdigung zusammen. Die rechtspolitische Diskussion ist dabei in drei Blöcke unterteilt: Zunächst wird erstens die Bedeutung von Transparenzpflichten und ihrer konkreten Ausgestaltung betrachtet, ehe zweitens die Rolle aufsichtsrechtlicher Interessenwahrungspflichten in den Blick genommen wird. Reformempfehlungen ergeben sich dabei jeweils zwanglos aus einer Analyse der Defizite der gegenwärtigen rechtlichen Rahmenbedingungen. Zum Abschluss fragt die Untersuchung nach dem Sinn und Unsinn weitergehender Eingriffe, wie sie insbesondere im US-amerikanischen Schrifttum erwogen wurden.

Für die Transparenzpflichten wird zunächst herausgearbeitet, worin genau deren ökonomische Funktion besteht. Transparenz kann zur Bewältigung der in § 3 ausgemachten Anreizprobleme von vornherein nur einen ergänzenden Beitrag leisten, insbesondere im Bereich der passiven Verwaltung. Gleichwohl sollte der Nutzen von Transparenzvorschriften auch nicht unterschätzt werden, namentlich mit Blick auf etwaige nicht-finanzielle Präferenzen der Endanleger und die positiven externen Effekte, die eine erhöhte Transparenz des Mitwirkungsverhaltens von Intermediären

für andere Stakeholder mit sich bringt. Die Bemühungen des europäischen Gesetzgebers, mit der ARRL II die Transparenz des Mitwirkungsverhaltens von Intermediären einschließlich passiver Verwalter zu stärken, gingen unter diesem Blickwinkel durchaus in die richtige Richtung. Nicht zuletzt der Rechtsvergleich mit den USA zeigt jedoch, dass die konkrete Umsetzung dieses Regelungsanliegens an gravierenden Defiziten leidet. Dies liegt vor allem daran, dass der europäische Gesetzgeber und ihm folgend der deutsche Umsetzungsgesetzgeber zwei zentrale ökonomische Funktionen hoheitlicher Transparenzvorschriften, nämlich die Bereitstellung der öffentlichen Güter der Standardisierung und der Rechtsdurchsetzung, praktisch vollständig ignoriert haben. Unter diesen Vorzeichen können die §§ 134a ff. AktG bzw. die zugrundeliegenden Richtlinienvorschriften kaum irgendeinen Informationsmehrwert schaffen, weder für die Endanleger noch für andere Stakeholder. Um diesen Problemen abzuhelpfen, sollte den Vermögensverwaltern im Rahmen der Revision der ARRL II für Zwecke der Transparenz des Mitwirkungsverhaltens die verpflichtende Nutzung einheitlicher, idealerweise maschinenlesbarer Formulare vorgeschrieben werden. Zudem sollte die Konkretisierung und Durchsetzung der einschlägigen Vorgaben unmissverständlich dem europäischen Finanzaufsichtssystem anvertraut werden.

Gerade weil fehlende Transparenz nur ein Teil des Problems ist, sollte die Bedeutung der materiellen Interessenwahrungspflichten der Vermögensverwalter nicht unterschätzt werden. Die Existenz abstrakt formulierter Interessenwahrungspflichten dürfte allerdings für sich genommen keinen erheblichen Mehrwert schaffen: Vielmehr kommt es wiederum auf die Konkretisierung und Durchsetzung in der Praxis an. Im Vergleich zu den USA besteht hier im deutschen und europäischen Raum wiederum ein erstaunliches Gefälle im Konkretisierungsgrad der einschlägigen aufsichtsrechtlichen Vorgaben. *De lege ferenda* sollte der europäische Gesetzgeber den Fokus nicht allein auf Transparenzmaßnahmen legen – wie im Rahmen der ARRL II geschehen –, sondern durch entsprechende Klarstellungen und Aufträge an die Aufsichtsbehörden auch die Bedeutung der Interessenwahrungspflichten hervorheben.

Abschließend wirft die Untersuchung einen Blick auf über Transparenz und Interessenwahrungspflichten hinausgehende Maßnahmen, wie sie insbesondere im US-Schrifttum von manchen erwogen werden. Hierzu gehören namentlich Stimmrechtsbeschränkungen für passive Vermögensverwalter, Maßnahmen zur Stärkung ihrer eigenen Anreize zur Mitwirkung in der Corporate Governance sowie strenge Beteiligungsobergrenzen. Im Lichte der Ergebnisse aus § 3 scheint für viele der vorgeschlagenen Maß-

nahmen schon im Ausgangspunkt zweifelhaft, wie sie überhaupt einen Beitrag zur Lösung der Anreizprobleme in der passiven Verwaltung einschließlich ihrer möglichen Auswirkungen auf den Produktmarktwettbewerb leisten könnten. Dies gilt insbesondere für die zur Bewältigung der Common Ownership-Problematik vorgeschlagenen Beteiligungsbeschränkungen für passive Vermögensverwalter und andere diversifizierte Investoren. Freilich sind die Ausführungen in diesem letzten Abschnitt für den deutschen und europäischen Diskurs überwiegend von akademischem Interesse: Angesichts der erheblichen Unterschiede in der rechtstatsächlichen Bedeutung der passiven Vermögensverwalter in den Beteiligungsstrukturen scheinen radikale Eingriffe hierzulande bislang von vornherein nicht geboten. Der Gesetzgeber sollte sich vielmehr auf inkrementelle Verbesserungen, d.h. eine Nachschärfung der bereits bestehenden Regelungsinstrumente entlang der soeben skizzierten Linien beschränken.

§ 2 Tatsächliche Beteiligungsstrukturen

Rechtspolitische Diskussionen über den Umgang mit bestimmten Arten von Investoren sollten auf einem ausreichend tiefgehenden Verständnis der vorherrschenden Beteiligungsstrukturen und ihrer Dynamik im Zeitverlauf gründen. Dies gilt insbesondere, soweit diese Diskussionen durch Entwicklungen in anderen Teilen der Welt inspiriert sind: Die Beobachtung, dass die Big Three in den USA beachtlich hohe Beteiligungen an den Emittenten des S&P 500 halten und daher im US-Schrifttum gewisse Reformen diskutiert werden, begründet für sich genommen schwerlich einen Handlungsbedarf für den deutschen oder europäischen Gesetzgeber. Das vorliegende Kapitel will daher zunächst eine Reihe wichtiger rechtstat-sächlicher Vorfragen beantworten: Inwieweit sind passiv verwaltete Betei-ligungen auch im deutschen Aktienmarkt verbreitet? Welche Bedeutung kommt diesen Beteiligungen im Vergleich zu anderen institutionellen Be-teiligungen zu? Wie umfangreich sind die indirekten Horizontalverflech-tungen (Common Ownership) zwischen den verschiedenen Emittenten? Wie haben sich die Beteiligungsstrukturen unter diesen Blickwinkeln in den vergangenen Jahren entwickelt? Und nicht zuletzt: Wie stark unter-scheiden sich entsprechende Statistiken für den deutschen Markt von den- nen für den europäischen Raum und die USA?

Zur Klärung von Fragen dieser Art bedient sich das jüngere rechtswis-senschaftliche Schrifttum meist einer Kombination aus eigenen Beobach-tungen auf Basis von Stimmrechtsmitteilungen nach §§ 33 ff. WpHG³⁵ und Bezugnahmen auf die Bemühungen von dritter Seite, wie etwa der jährli-chen Auswertung „Who owns the German DAX?“, die der Deutsche Inves-tor Relations Verband (DIRK) in Kooperation mit einem Datendienstleis-ter herausgibt.³⁶ Der mit dieser Herangehensweise erzielbare Erkenntnis-gewinn ist allerdings in mehrfacher Hinsicht begrenzt: Stimmrechtsmittei-lungen lassen sich zwar kostenlos und bequem einsehen, versprechen aber allein Einsichten über vergleichsweise große Beteiligungen. Die allermei-ten institutionellen Beteiligungen erreichen hingegen gar nicht erst die

35 Etwa *Klöhn*, ZHR 185 (2021), 183, 221 ff.

36 Für das letzte Untersuchungs-jahr der vorliegenden Untersuchung DIRK/IHS Markt, *Who owns the German DAX?* (2021); ähnlich die Auswertung von EY, *Wem gehört der DAX?* (2019).

wertpapierhandelsrechtlichen Meldeschwellen. Die Analysen von dritter Seite wiederum sind im Einzelnen oft nicht an den Erkenntnisinteressen der Unternehmensrechtsforschung ausgerichtet.³⁷ Nach umfangreichen Auswertungen, die möglichst alle verfügbaren Beteiligungsinformationen auf möglichst aktuellem Stand für die Gesamtheit des deutschen Marktes, oder zumindest auch den MDAX und den SDAX ausführlich aufbereiten, sucht man vergeblich. Auch für den europäischen Raum und die USA sind aussagekräftige Informationen zu den institutionellen Beteiligungsstrukturen rar gesät, insbesondere jenseits des Large-Cap-Segments.

Angesichts dieser unbefriedigenden Ausgangslage unternimmt es das vorliegende Kapitel, die rechtstatsächlichen Vorfragen auf Basis einer eigenen Auswertung von Beteiligungsdaten zu beantworten. Dabei soll möglichst die gesamte Breite des Marktes betrachtet werden. Zudem sollen nicht nur die relativ wenigen, großen Beteiligungen oberhalb der Meldeschwellen ergründet werden, sondern – im Rahmen der verfügbaren Daten – auch die Beteiligungsstrukturen in ihrer Tiefe. Eine eigene Auswertung bietet nicht zuletzt den Vorteil, dass die rechtstatsächlichen Erkenntnisgewinne nicht auf diejenigen Fragen begrenzt sind, die die Autoren anderer Veröffentlichungen für interessant und wichtig hielten: Vielmehr können die Analysen an den übergreifenden Erkenntnisinteressen der vorliegenden Untersuchung ausgerichtet werden. Ein weiterer Vorteil der eigenen Auswertung liegt darin, dass sie einen passgenauen internationalen Vergleich der Beteiligungsstrukturen ermöglicht: Die für den deutschen Raum ermittelten Statistiken können in gleicher Weise für andere Märkte berechnet werden. Vorbehaltlich etwaiger Unterschiede in der Datenverfügbarkeit entfällt dadurch das Problem, dass Auswertungen unterschiedlicher Autoren für unterschiedliche Märkte oft nicht exakt dieselben Fragestellungen verfolgen und zudem bisweilen unterschiedliche methodische Weichenstellungen vornehmen, die die Vergleichbarkeit der Ergebnisse in Frage stellen könnten.

Das Kapitel ist im Einzelnen wie folgt aufgebaut: Abschnitt A gibt zunächst einen knappen Überblick über relevante Transparenzbestimmungen im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Recht. Diese Vor-

37 Mit vergleichsweise weitem Untersuchungsgegenstand (HDAX und SDAX), aber ohne spezielle Auswertungen zu passiven Verwaltern und Common Ownership *Meier/Schüller*, *Corporate Finance* 2021, 289; mit Schwerpunkt Horizontalverflechtungen, aber ohne Berücksichtigung von kleineren Beteiligungen (Grenzwert von 1 %) *Seldeslachts/Newham/Banal-Estanol*, *DIW Economic Bulletin* 2017, 302.

arbeit ist wichtig, um sich Klarheit darüber zu verschaffen, zu welchen Arten von Beteiligungen es überhaupt öffentlich verfügbare Daten gibt und zu welchen nicht. Insoweit gilt es diesseits und jenseits des Atlantiks einen wichtigen Unterschied zu berücksichtigen. Abschnitt B erläutert am Beispiel des Datensatzes für die deutschen Emittenten die der Auswertung zugrundeliegenden Quellen. Abschnitt C präsentiert die Ergebnisse der Auswertung dieses Datensatzes. Dabei werden zunächst einige allgemeine Beobachtungen zu den Beteiligungsstrukturen im deutschen Raum geteilt, ehe der Blick auf die Beteiligungen der Vermögensverwalter und hier insbesondere der passiven Verwalter gerichtet wird. Abschließend wird ein aktueller Analyseansatz aus der industrieökonomischen Forschung, der das Ausmaß von Common Ownership in einer Emittentenpopulation mittels sogenannter Gewinngewichte quantifiziert, vorgestellt und angewandt. Zur besseren Einordnung der empirischen Befunde aus Abschnitt C im internationalen Vergleich stellt Abschnitt D schließlich die wichtigsten Kennzahlen den entsprechenden Werten für den US-amerikanischen und europäischen Markt gegenüber. Abschnitt E fasst die wichtigsten Ergebnisse des Kapitels zusammen.

A. Transparenz institutioneller Beteiligungen

Informationen über die Beteiligungsstrukturen börsennotierter Gesellschaften fallen nicht vom Himmel. Die mit großem Abstand wichtigste und häufig auch die einzige Primärquelle für solche Daten sind Pflichtveröffentlichungen von Investoren oder Emittenten. Beteiligungsdatensätze sind dabei zumeist „Flickenteppe“: Sie setzen sich aus einer Vielzahl von Datenpunkten zusammen, die aus zahlreichen Offenlegungen verschiedener Akteure abgeleitet werden. Die rechtstatsächlichen Erkenntnismöglichkeiten hängen damit maßgeblich von den einschlägigen Transparenzbestimmungen ab. Zugleich können Beteiligungsdatensätze für unterschiedliche Jurisdiktionen an unterschiedlichen Punkten „blinde Flecken“ aufweisen. Für die sorgfältige Interpretation von Beteiligungsstatistiken ist ein gesundes Verständnis der zugrundeliegenden Transparenzbestimmungen daher unabdingbar.

Die nachfolgenden Unterabschnitte geben einen Überblick über die wesentlichen Offenlegungsmechanismen, aus denen sich das Wissen über die Beteiligungsstrukturen börsennotierter Gesellschaften diesseits und jenseits des Atlantiks speist. Sowohl für EU- als auch für US-Emittenten können Beteiligungsdaten aus den kapitalanlagerechtlichen Offenlegun-

gen von Publikumsfonds (I) und wertpapierhandelsrechtlichen Meldeformularen für größere Beteiligungen (II) gewonnen werden. Darüber hinaus gibt es in den USA mit der sog. 13F-Transparenz einen weiteren und praktisch höchst bedeutsamen Offenlegungskanal für institutionelle Beteiligungen im Allgemeinen, der auf europäischer und deutscher Ebene kein Äquivalent hat (III).

I. Portfoliotransparenz bei Publikumsfonds

Zahlreiche Rechtsordnungen verpflichten Publikumsfonds dazu, in regelmäßigen Abständen ihren gesamten Wertpapierbestand offenzulegen. Diese Portfoliotransparenz dient konzeptionell dem Anlegerschutz. In den meisten Ländern bildet sie aber zugleich die – jedenfalls für Forschungszwecke – praktisch wichtigste Quelle für Daten über die Beteiligungen von Vermögensverwaltern. Die Einzelheiten hängen von den Vorgaben des Kapitalanlagerechts ab, unter welchem der Fonds aufgelegt ist.

In der EU aufgelegte Publikumsfonds sind aufsichtsrechtlich regelmäßig als Organismen zur gemeinsamen Anlage in Wertpapiere (OGAW) nach der OGAW-Richtlinie³⁸ einzuordnen. Nach den einschlägigen unionsrechtlichen Vorgaben müssen die Jahres- und Halbjahresberichte eines OGAW dessen gesamten Wertpapierbestand offenlegen (Art. 69 Abs. 3 und 4 i.V.m. Anhang I B OGAW-Richtlinie). Im deutschen Recht ist diese Portfolioübersicht für den Jahresbericht von Fonds in der Form eines Sondervermögens in § 101 Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 KAGB geregelt. Zahlreiche weitere Vorschriften verweisen hierauf.³⁹ In der Portfolioübersicht sind auch verliehene Wertpapiere auszuweisen, mit besonderem Hinweis auf das Leihgeschäft (§ 10 Abs. 3 KARBV).

In den USA sind Publikumsfonds unter den Verordnungen zum Investment Company Act (ICA) sogar quartalsweise zur Offenlegung ihrer Portfolios verpflichtet. Der „schedule of investments in securities of unaffiliated issuers“ ist in der Regulation S-X geregelt.⁴⁰ Dieser schedule ist für das zweite und vierte Quartal als Teil der halbjährlichen bzw. jährlichen Berichterstattung gegenüber den Anlegern auf dem Form N-CSR zu veröf-

38 Richtlinie 2009/65/EG.

39 § 103 Satz 1 KAGB für den Halbjahresbericht und für die rechtlich selbständigen Investmentvermögen §§ 120 Abs. 2 Satz 2, 122 Abs. 1 Satz 2, 135 Abs. 3 Satz 2 KAGB.

40 17 C.F.R. § 210.12-12.