I.M.U.
Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung

Das I.M.U. ist ein Institut der Hans-Böckler-Stiftung

Institutionelle Investoren

ANTEILSEIGNERSTRUKTUR DEUTSCHER UNTERNEHMEN

Wolfgang Bessler (JLU Gießen), Marc Steffen Rapp (PU Marburg)

Oktober 2021

Institutionelle Investoren sind Finanzinstitutionen, die sich zu Anlagezwecken an börsennotierten Unternehmen beteiligen. Dies kann vielfältige Auswirkungen auf die betroffenen Unternehmen und ihre Belegschaften haben.

MITBESTIMMUNGS-PORTAL

Inhalt

1 Wie hat sich das deutsche Finanzsystem in den vergangenen 20 Jahren verändert? 4

1.1 Änderungen im Corporate Governance System 4

1.2 Änderungen im Finanzsystem 6

1.3 Konzentration der Stimmrechte und der Stimmrechtsausübung 6

2 Was versteht man unter dem Begriff „Institutioneller Anleger“? 8

2.1 Wie funktioniert das Geschäftsmodell „Vermögensverwaltung“? 9

2.2 Welche Rolle spielt Nachhaltigkeit im Geschäftsmodell der Vermögensverwalter? 9

3 Wie hat sich das verwaltete Vermögen institutioneller Investoren in Deutschland über die letzten Jahre hinweg entwickelt? 11

3.1 Erstarken aktivistischer institutioneller Investoren 12

3.2 Starkes Wachstum insbesondere passiver institutioneller Investoren 13

4 Welche Aspekte der Unternehmensführung werden durch den Wandel besonders stark beeinflusst? 14

5 Welche Investorentypen lassen sich in der Eigentümer-struktur deutscher Unternehmen unterscheiden? 15

6 Welche Unterscheidungskriterien institutioneller Investoren sind darüber hinaus von Bedeutung? 16

7 Über welche Einflussmöglichkeiten auf Unternehmen verfügen institutionelle Anleger? 17

8 Wie funktioniert das Geschäftsmodell passiver Indexfonds? 18

9 Welche Chancen/Risiken werden hinsichtlich des Einflusses passiver Indexfonds/ETFs diskutiert? 18

10 Wie funktioniert Shareholder Aktivismus? 19

11 Welche Chancen/Risiken ergeben sich aus Shareholder Aktivismus für die Unternehmenslandschaft? 20

12 Was sind Common- und Cross Ownership? 21

12.1 Welche Probleme können sich aus Common Ownership ergeben? 21

13 Einordnung mit Blick auf Mitbestimmung 22

14 Literatur und Ansprechpartner 23

Ansprechpartner in der Hans-Böckler-Stiftung 24

Über die Autoren 25

1 Wie hat sich das deutsche Finanzsystem in den vergangenen 20 Jahren verändert?

Bis zum Jahr 2002 war das deutsche Finanzsystem durch eine starke Fokussierung auf die Geldanlage (Spareinlagen) und die Finanzierung (Kredite) bei Banken charakterisiert. Das führte zu einer zunehmenden „Macht der Banken“, die sich in der Verflechtung mit der deutschen Industrie (Finanzierung) und insbesondere durch Aufsichtsrat-Mandate und Stimmrechtsausübung (Depotstimmrecht) in der Hauptversammlung zeigte. Die politisch gewollten Veränderungen im Finanzsystem führten ab 2002 zu einem relativen Bedeutungsverlust der deutschen Banken. Es erfolgte eine Auflösung der dichten Verflechtung zwischen den Banken und der deutschen Industrie („Deutschland AG“) und den damit verbundenen Unternehmensbeteiligungen (s. auch ➔I „Änderungen im Corporate Governance System“).

Die Konsequenz war ein stärkeres Wachstum des deutschen Kapitalmarktes, der durch die Euroeinführung noch weiter intensiviert wurde (Bessler et al., 2015; Pagano & Von Thadden, 2004). Diese Wandlung von einem bankorientierten und -dominierten System (Franks & Mayer, 2001) hin zu einem mehr kapitalmarktorientierten System führte zwangsläufig zum Wandel in der Unternehmensfinanzierung und Geldanlage. Durch die Finanzkrise (2007-2009) erfolgte eine weitere Verschiebung vom Kapitalmarkt zur direkten Geldanlage und Finanzierung mit Eigen- und Fremdkapital. Dadurch nahm die Bedeutung der deutschen Banken weiter ab (s. auch ➔I „Was versteht man unter dem Begriff „Institutioneller Anleger“?“).

Das nun in Aktien und anderen Anlageformen angelegte Vermögen wird jetzt von wenigen großen institutionellen Anlegern verwaltet. Dies führt zu einer Konzentration der Stimmrechte für die Abstimmungen in der Hauptversammlung. Zudem nutzen diese Institutionen Stimmrechtsberater, die zu jedem Abstimmungspunkt in der Hauptversammlung eines Unternehmens Vorschläge unterbreiten. Dadurch entsteht eine Monopolisierung der Stimmrechte (s. auch ➔I „Wie hat sich das verwaltete Vermögen institutioneller Investoren in Deutschland über die letzten Jahre hinweg entwickelt?“).

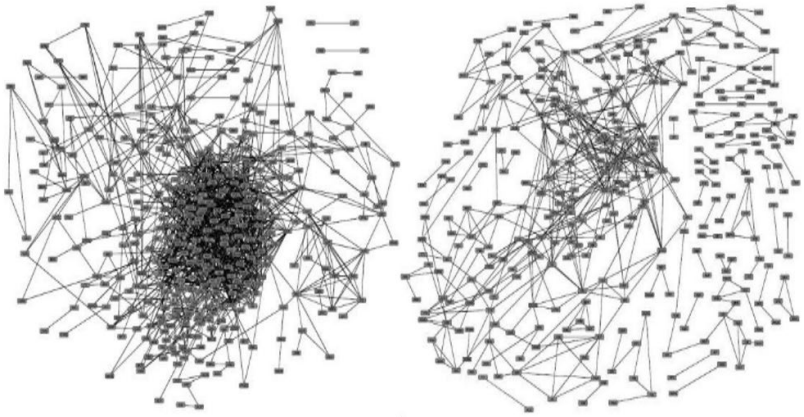
Insgesamt führten die Veränderungen von der Dominanz der Deutschland AG und der Macht der Banken zu einer Dominanz institutioneller Anleger.

1.1 Änderungen im Corporate Governance System

Die historisch und kulturell bedingten Verflechtungen der deutschen Wirtschaft erfahren Anfang der 2000er Jahre einen grundlegenden Bruch. Die starken Verbindungen zwischen deutschen Banken, Versicherungen

und Industrieunternehmen lösten sich in dieser Zeit zu einem Großteil auf. Die Macht der Banken wurde dadurch von der Politik eingeschränkt. Insbesondere die engen personellen Verknüpfungen von Aufsichtsratsmandaten wurden erheblich abgebaut. Böhler, Rapp, & Wolff (2010) untersuchen die engen personellen Verknüpfungen von Aufsichtsratsmandaten in einer Studie auf der Grundlage eines Sample von 5.057 Unternehmensjahren für den Zeitraum von 1999 bis 2007 und kommen zu dem Ergebnis, dass eine signifikante Veränderung stattgefunden hat. Die Entflechtung deutscher Unternehmen wird in der Abbildung am Beispiel der Veränderung der Vernetzung personenbezogener Aufsichtsratsnetzwerke zwischen 1999 (links) und 2007 (rechts) verdeutlicht.

Vergleich der Vernetzung Deutscher Aufsichtsräte zwischen 1999 (links) und 2007 (rechts). Enthalten sind jeweils verbundene Unternehmen mit mindestens einer Verknüpfung.



Quelle: Böhler, Rapp & Wolff (2010)

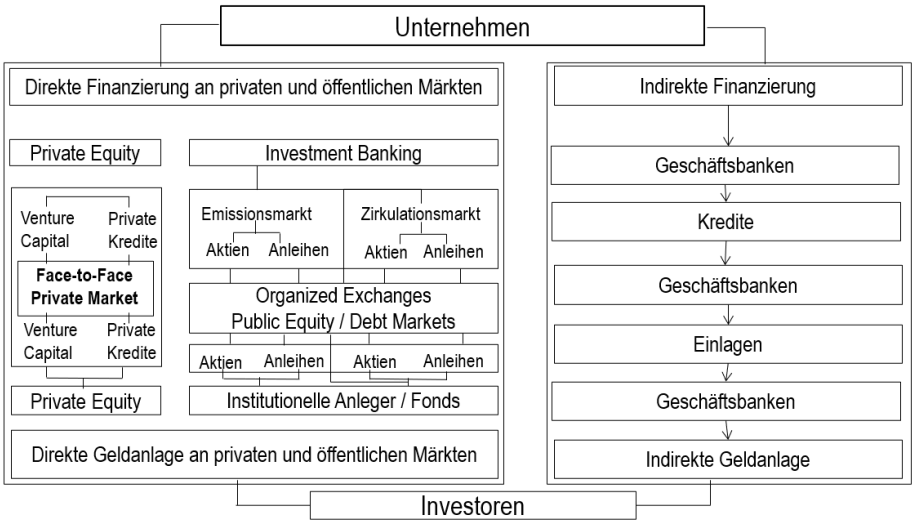
Hans Böckler Stiftung

Eine Konsequenz der Reduzierung der Macht der Banken, z.B. durch den eigenen Aktienbesitz, ist, dass andere institutionelle Investoren an die Stelle der Banken getreten sind. Der Aktienbesitz liegt nun bei großen institutionellen Investoren konzentriert (BlackRock, State Street, Vanguard), die sowohl Anlagevehikel mit aktiven Anlagestrategien (Investmentfonds) als auch mit passiven Anlagestrategien (Index Fonds, Exchange Traded Funds) vertreiben. Die Stimmrechte der Aktien in den Fonds werden von diesen Asset Managers, oft beraten durch Proxy Advisor (ISS, Glass Lewis), ausgeübt. Die ehemalige Macht der deutschen Banken hat sich nun zu den international agierenden institutionellen Asset Manager verschoben. Dabei wird der Druck auf den Vorstand nicht durch Aufsichtsrat-Mandate ausgeübt, sondern oftmals über die Hauptversammlung oder im direkten Kontakt mit dem Vorstand, vorbei am Aufsichtsrat. Dabei haben diese institutionellen Anleger klare Vorstellungen über Themen wie Say-on-Pay, Umsetzung von ESG Kriterien, etc.

1.2 Änderungen im Finanzsystem

Nach 2002 verlagert sich die Finanzierung der großen Unternehmen generell von Krediten zu Anleihen und zu mehr Eigenkapital (Aktien). Die Finanzierung erfolgte durch die Emission von Aktien und Anleihen und die direkt oder indirekt (Investmentfonds, ETF) in Aktien und Anleihen.

Private und öffentliche Kapitalmärkte sowie Geschäftsbanken



Quelle: Eigene Darstellung

Hans Böckler Stiftung

Als Folge der globalen Finanzkrise ab 2008 (Real Estate USA und Sovereign Debt Europa) und der gravierenden Probleme in der deutschen Kreditwirtschaft erfolgte eine teilweise aber wichtige Erweiterung im Finanzierungs- und Anlageverhalten. Diesmal ist eine partielle Verlagerung weg vom öffentlichen Kapitalmarkt (Börse mit Aktien und Anleihen) und hin zum privaten Kapitalmarkt (Private Equity und Schuldscheindarlehen) zu beobachten. Dies sind weniger regulierte und beaufsichtigte Märkte an denen Unternehmen und Investoren ohne einen Intermediär transaktionskostenminimal direkt miteinander in Kontakt treten (Face-to-Face Finanzierung und Anlage) und damit die Kapitalkosten reduzieren bzw. die Rendite erhöhen können. Schuldscheindarlehen, Venture Capital und Private Equity sind in diesem Zusammenhang die wichtigsten Instrumente (Bessler und Drobetz, 2015).

Vor dem Hintergrund der beschriebenen Veränderungen kann von einem starken Bedeutungsgewinn institutioneller Investoren gesprochen werden, welche die anfangs beschriebenen dominierenden deutschen Banken auf der Finanzierungs- und Anlageseite zum Teil ersetzten.

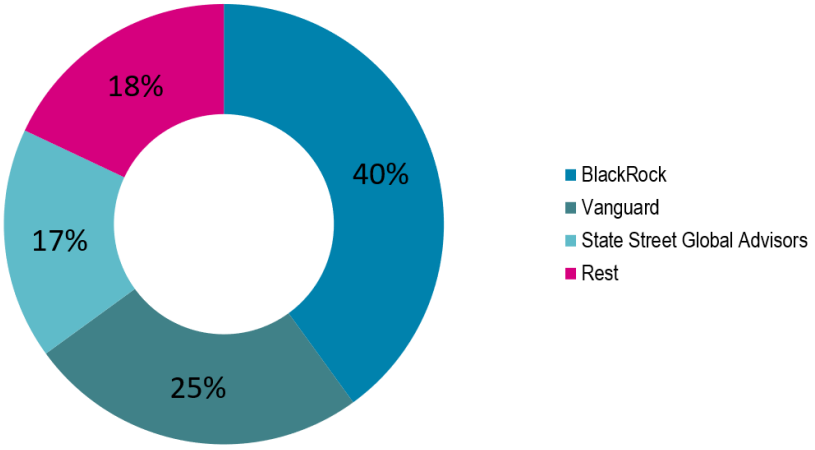
1.3 Konzentration der Stimmrechte und der Stimmrechtsausübung

Das in Aktien angelegte und verwaltetet Vermögen konzentriert sich nicht nur in bestimmten Anlageformen (Investmentfonds, ETF, Indexfonds), sondern insbesondere auch bei bestimmten institutionellen Anlegern. Zu

nennen sind hier die privaten Vermögensverwalter wie Blackrock, Vanguard, State Street, DWS, Deka, Union, etc. sowie die Staatsfonds von Norwegen, China und arabischen Ländern.

Mit Blick auf die weltweite Marktstruktur bei passiven Anlagevehikel (ETF, Index Funds) zeigt sich ein noch klareres Bild mit einer äußerst hohen Konzentration bei den drei größten Anbietern BlackRock, Vanguard und State Street mit zusammengenommen ca. 82% Marktanteil (Stand 2019).

Markt der ETF Anbieter



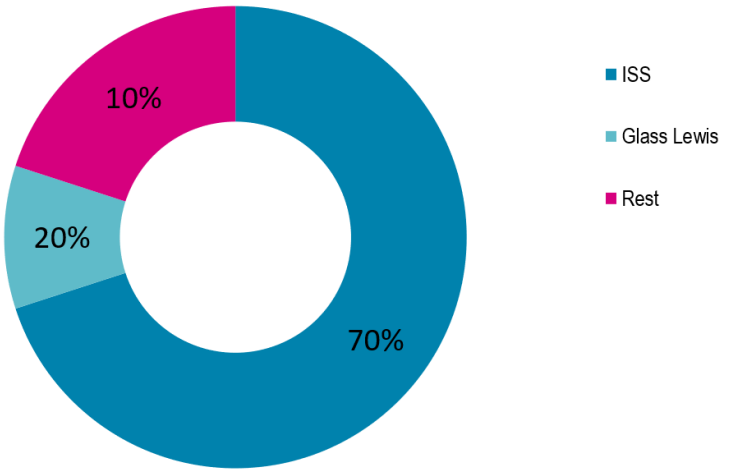
Quelle: Eigene Darstellung basierend auf www.etf.com/sections/etf-league-tables/etf-league-table-2019-01-08. Hans Böckler Stiftung

Schließlich geht ein Erstarken passiver institutioneller Investoren mit einem Bedeutungsgewinn (aufgrund ihres Geschäftsmodells und aus Kostengründen) von Stimmrechtsberatern (Proxy Advisor) einher. Diese stellen maßgeschneiderte Abstimmungsempfehlungen für ein Unternehmen zu einzelnen Hauptversammlungspunkten bereit – haben also direkten Einfluss auf die Stimmrechtsausübung der konzentrierten Stimmrechte bei institutionellen Investoren.

Einen Einblick in den Status quo und die aktuellen Entwicklungen im Markt der Proxy Advisor gibt die nachfolgende Abbildung, welche die Marktaufteilung (Stand 2017) zwischen den Beratungshäusern aufzeigt

Es zeigt sich auch hier ein äußerst konzentrierter Markt, gleichsam einer Duopol-Struktur. So hat das mit Abstand größte Beratungshaus ISS (Institutional Shareholder Services) einen Marktanteil von ca. 70% am weltweit verwalteten und beratenden Vermögen, gefolgt vom zweiten Akteur Glass Lewis, der einen Marktanteil von ca. 20% in sich vereint. Dadurch wird die enorme Machtposition zweier dominierender Stimmrechtsberater sehr deutlich, und zwar erstens direkt auf institutionelle Anleger wie Investment Fonds und passive Investmentvehikel wie Indexfonds und ETFs, und zweitens indirekt auf eine Vielzahl von Unternehmensentscheidungen.

Proxy Advisor Marktanteile am verwalteten Vermögen weltweit



Quelle: Eigene Darstellung basierend auf Dörrwächter, Kramarsch, & Siepmann (2017)

Hans Böckler Stiftung

2 Was versteht man unter dem Begriff „Institutioneller Anleger“?

Grundsätzlich können Investoren in institutionelle Investoren (Investmentfonds), strategische Investoren (insbesondere Unternehmen) und private Investoren (wohlhabende Familien wie auch Kleinanleger) unterschieden werden. Institutionelle Investoren sind juristische Personen in unterschiedlichen Rechtsformen, welche in der Regel Gelder Dritter verwalten (s. auch ➔ „Wie funktioniert das Geschäftsmodell „Vermögensverwaltung“?“).

Der Regulator schreibt institutionellen Investoren im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) spezielle Marktkenntnisse und umfangreiche Börsen- bzw. Handelserfahrungen zu und klassifiziert sie beispielsweise gegenüber Wertpapierdienstleistungsunternehmen als „professionelle Kunden“ (§ 67 Abs. 2 WpHG), welche die mit einer Anlageentscheidung einhergehenden Risiken angemessen beurteilen können. Diese Anlageentscheidungen werden klassischerweise vor dem Hintergrund des „magischen Dreiecks der Vermögensanlage“, welches die drei konkurrierenden Ziele Rentabilität, Sicherheit und Liquidität zusammenfasst, bewertet. Neuerdings kommt sogenannten ESG-Kriterien zunehmende Bedeutung zu (s. auch ➔ „Welche Rolle spielt Nachhaltigkeit im Geschäftsmodell der Vermögensverwalter?“).

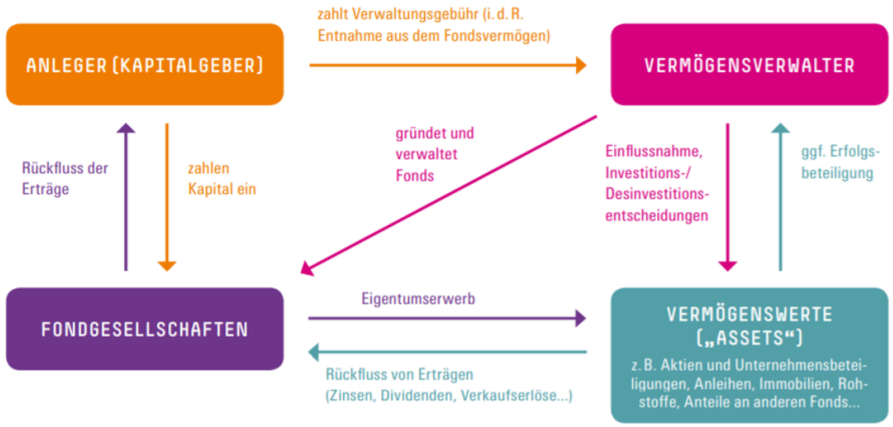
Die deutsche Bundesbank charakterisiert institutionelle Investoren als Kapitalmarktteilnehmer, deren (Des-) Investitionsentscheidungen aufgrund ihrer Größe und Gewichtes in Form des Anlagevolumens einen erheblichen Einfluss auf Ereignisse am Kapitalmarkt haben können. Als Beispiele solcher Institutionen werden Investment Fonds, Banken, Versicherungen und staatliche Einrichtungen angeführt.

2.1 Wie funktioniert das Geschäftsmodell „Vermögensverwaltung“?

Vermögensverwaltung (Asset Management) stellt im Allgemeinen die Investition und das Management von Vermögenswerten gegen Gebühr (fix oder performanceabhängig) dar, die in Kapitalsammelstellen (Fonds) gebündelt vorliegen. Der Mittelzufluss erfolgt von privaten Investoren, Unternehmen oder Staaten entweder direkt oder über eine indirekte Geldanlage bei Finanzinstitutionen (Banken, Sparkassen, Versicherungen), die in der BRD den größten Anteil bilden.

Vermögensverwalter unterscheiden sich also von anderen Investorentypen u. a. dadurch, dass der eigentliche Kapitalgeber und der Träger der Investitionsentscheidung auseinanderfallen. Die Beteiligung an einem Unternehmen ist aus Sicht eines Vermögensverwalters ausschließlich eine Anlageentscheidung unter finanziellen Rendite-Risiko-Erwägungen. Zusätzliche strategische Synergien zwischen Investor und Unternehmen oder eine organisatorische Eingliederung des Zielunternehmens in den Konzern des Investors finden dagegen nicht statt.

Schematischer Ablauf der Beteiligung eines Vermögensverwalters an seinen Assets



Quelle: https://www.boeckler.de/pdf/p_mbf_report_2018_42.pdf

Hans Böckler Stiftung

2.2 Welche Rolle spielt Nachhaltigkeit im Geschäftsmodell der Vermögensverwalter?

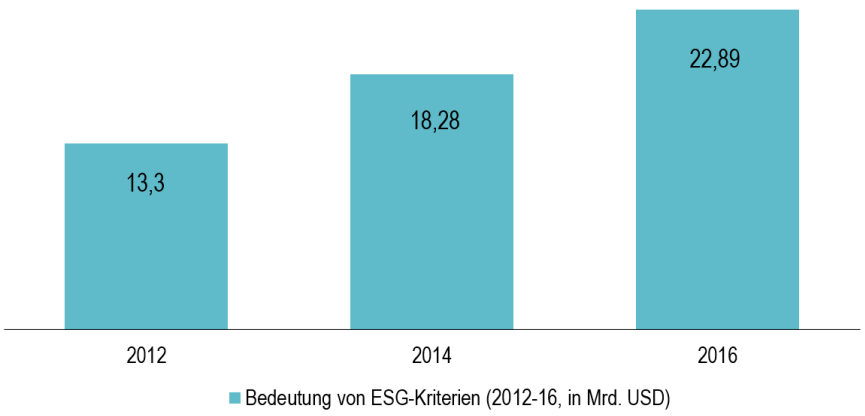
Ein aktueller Trend in der Vermögensverwaltung ist der Fokus mehr und mehr auf die Evaluierung von Umwelt-, Sozial- und Unternehmensverantwortung (Environmental, Social, Governance Ratings / ESG Ratings) bei der Investitionsauswahlentscheidung.

So sind Beispiele für ESG-Faktoren in Bezug auf Umwelt („E“) CO2-Emission (Carbon emission) oder Wasserverbrauch (Water management), hinsichtlich sozialer Themen („S“) die Beziehungen zu Mitarbeitern (Employee relation) oder Gewerkschaften (Union relationship) und in Hinblick auf

Governance („G“) Bereiche wie Vorstandsvergütungssysteme (Executive compensation schemes) oder Eigentümerstrukturen (Ownership structures).

Laut „Global Sustainable Investment Review“ waren ESG-Kriterien im Jahr 2016 weltweit für professionell verwaltetes Vermögen im Umfang von 22.890 Mrd. USD von Relevanz. Wie in der Abbildung dargestellt, bedeutet dies ein jährliches Wachstum von knapp 15% pro Jahr seit 2012.

Bedeutung von ESG-Kriterien (2012-16, in Mrd. USD)



Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Global Sustainable Investment Alliance (2014) für Daten von 2012 und Global Sustainable Investment Alliance (2016) für Daten von 2014 und 2016.

Hans Böckler Stiftung

Vor dem Hintergrund der genannten Entwicklungen ist es wenig überraschend, dass eine Reihe von Studien zu dem Ergebnis kommen, dass Asset Manager sich zunehmend offen zeigen ESG-Kriterien in den Investitionsprozess zu integrieren. So antworten etwa 82 Prozent der befragten Senior Investment Professionals in einer Umfrage von Amel-Zadeh & Serafeim (2018), dass ESG-Kriterien im Rahmen ihrer Vermögensverwaltungsprozesse von Relevanz sind, wobei die Antworten nahelegen, dass dies nur in rund 30% der Fälle einem expliziten Mandat geschuldet ist.

Die Fondindustrie hat, ggf. in Vorwegnahme anstehender gesetzlicher Regulierungen auf nationaler und europäischer Ebene oder auch aus Reputationsgründen, das Erfordernis einer nachhaltigen Geldanlage (ESG) aufgegriffen und ihre Anlagestrategien darauf ausgerichtet. Dabei ist jedoch häufig nicht klar definiert, was ESG Investment konkret bedeutet, da sehr viele verschiedene Definition und Kriterien existieren und Asset Manager diese oftmals intern definieren und nicht nachvollziehbar anwenden, um nicht angreifbar zu sein. Die großen Indexanbieter (MSCI, Deutsche Börse) und Fondsanbieter (BlackRock, Vanguard, State Street) sowie die Stimmrechtsberater (ISS, Glass Lewis) haben eigenständig Kriterien definiert und Rankings publiziert, welche Unternehmen ESG Kriterien befolgen und in Ihre Entscheidungsprozess einfließen lassen. Daher werden Unternehmen mit gutem Rating in bestimmte Indices aufgenommen und in diese Unternehmen legen Fonds weiterhin Geld an. Allerdings wurden bis dato noch keine

nennenswerten Verkaufsaktivitäten von Unternehmen beobachtet, die ein schlechteres ESG Ranking aufweisen.

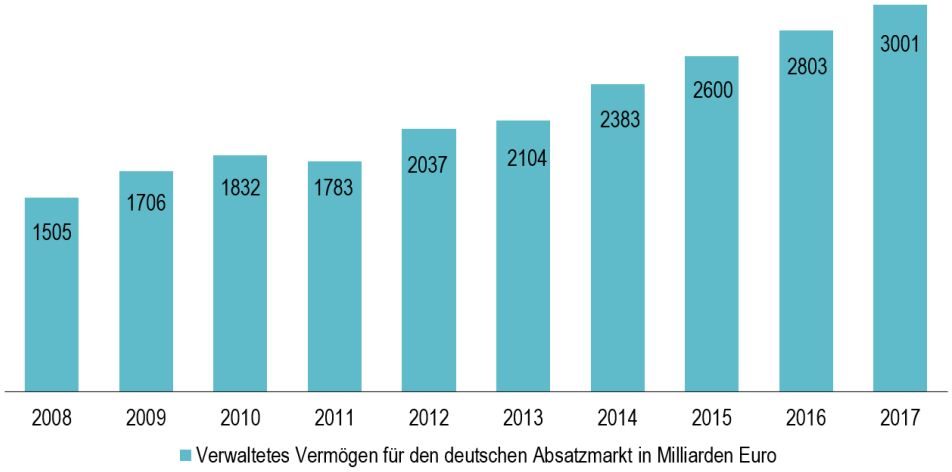
Aktuelles Ziel der Fonds und der Stimmrechtsberater ist es, durch Abstimmungen in den Hauptversammlungen das Management dazu zu bewegen, ihre ESG Kriterien zeitnah anzuwenden. Daher kommt der Corporate Governance und der Ausübung der Stimmrechte eine entscheidende Bedeutung auf dem Weg zu einer nachhaltigeren Unternehmenspolitik zu, da der Vorstand direkt beeinflusst werden kann, entsprechend der jeweiligen Definitionen ESG-konform zu handeln. Gegenanträge und Ablehnung von bestimmten Tagesordnungspunkten (z.B. Entlastung des Vorstands und des Aufsichtsrats) sind mögliche Strategien. Auch die Besetzung des Aufsichtsrats oder die Unterstützung von aktivistischen Investoren bei bestimmten Tagesordnungspunkten können dazu gehören. Es ist denkbar, dass die Fondsindustrie dem Gesetzgeber bei der Implementierung einer „nachhaltigen" Unternehmenspolitik auf diesem Wege zuvorkommt. Daher kommt Asset Managern bei der Umsetzung von ESG Kriterien eine besondere Relevanz und Macht zu, was zugleich auch mit dem Risiko verbunden ist, dass Standardsetzung auf diesem Wege de facto privatisiert wird.

3 Wie hat sich das verwaltete Vermögen institutioneller Investoren in Deutschland über die letzten Jahre hinweg entwickelt?

Die Bedeutung institutioneller Investoren hat in den letzten Jahren stark zugenommen, was insbesondere auf die Veränderungen im deutschen Finanzsystem zurückzuführen ist. So stieg das verwaltete Vermögen (Assets under Management, AuM) institutioneller Investoren in den OECD Ländern von EUR 54,7 Billionen in 2004 auf EUR 92,6 Billionen in 2013, was einem jährlichen Wachstum von 6% entspricht (OECD, 2014).

Der Blick auf Deutschland zeigt ein ähnliches Bild (Abbildung). Hier hat sich das verwaltete Vermögen von 2008 (1,6 Billionen Euro) im Vergleich zu 2017 (3 Billionen Euro) fast verdoppelt. Dies unterstreicht wiederum den starken Bedeutungszuwachs institutioneller Investoren, insbesondere in Deutschland.

Verwaltetes Vermögen für den deutschen Absatzmarkt in Mrd. Euro



Quelle: BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2018)

Hans Böckler Stiftung

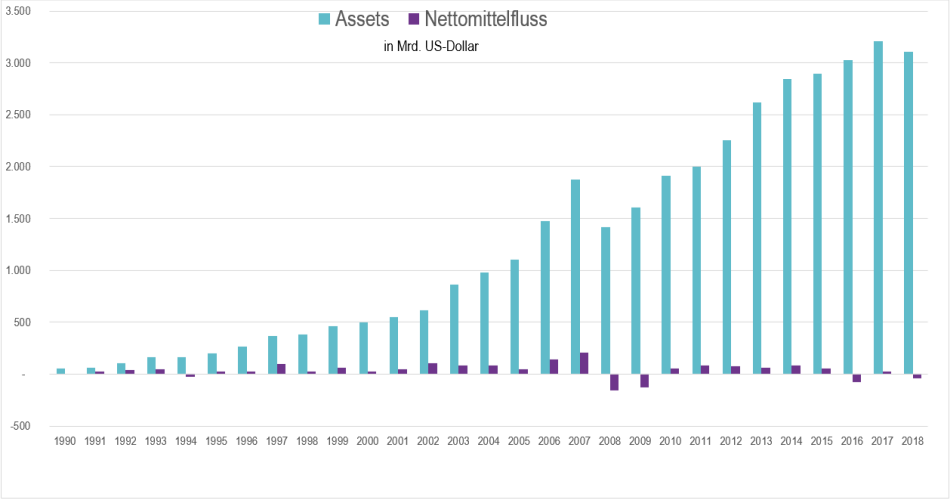
Innerhalb der Gruppe institutioneller Investoren sind darüber hinaus insbesondere zwei weitere Entwicklungen zu beachten. Erstens das Erstarken insbesondere aktivistischer institutioneller Investoren wie Hedgefonds (s. auch ➔ „Wie funktioniert das Geschäftsmodell „Vermögensverwaltung“?“).

Zweitens zeigt sich daneben ein vergleichbar starkes Wachstum der AuM passiver institutioneller Investoren mit insbesondere ETFs (Exchange Traded Fonds) an der Spitze (s. auch ➔ „Welche Rolle spielt Nachhaltigkeit im Geschäftsmodell der Vermögensverwalter?“).

3.1 Erstarken aktivistischer institutioneller Investoren

Die Entwicklung des von Hedgefonds weltweit verwalteten Vermögens ist in der Abbildung dargestellt. In den letzten beiden Jahrzehnten ist es von 500 Mrd. USD auf über 3.000 MRD USD kontinuierlich angewachsen, mit einer kurzen Unterbrechung während der Finanzkrise in 2008 und 2009. Bemerkenswert ist auch der relativ starke Anstieg des Vermögens vor und nach der Finanzkrise, was möglicherweise reine Bewertungseffekte sind. Allerdings zeigen sich, wie schon in der Finanzkrise 2008 und 2009, auch seit 2016 geringere Mittelabflüsse und eine Stagnation des Gesamtvermögens, was möglicherweise auf eine Abkühlung der konjunkturellen Entwicklung hindeutet. Auf die relative Größe und die Marktmacht hat das aber nur einen geringen Einfluss. Denn Hedgefonds haben sich für viele institutionelle Anleger zu einer interessanten Anlageklasse entwickelt, weil sich Diversifikationsvorteile ergeben, wenn man Hedgefonds mit den traditionellen Anlageklassen Aktien und Anleihen kombiniert (Bessler et al., 2012). Allerdings hat ein Anstieg der Korrelation mit Aktien diese Vorteile in den letzten Jahren reduziert.

Assets under Management (= verwaltetes Vermögen) von Hedgefonds weltweit



Quelle: Börsenzeitung 9.2.2019, S.6.

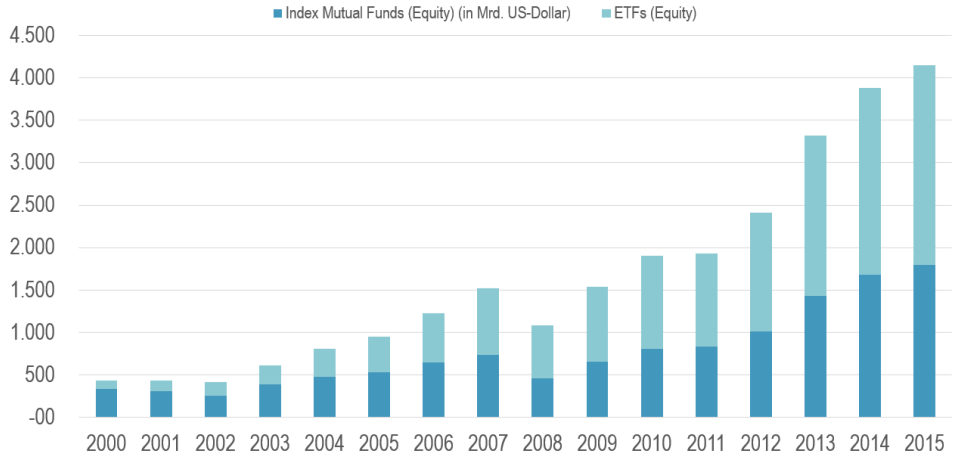
Hans Böckler Stiftung

3.2 Starkes Wachstum insbesondere passiver institutioneller Investoren

Ein zweiter aktueller Trend im Markt Institutioneller Investoren ist die starke Zunahme des verwalteten Vermögens von Index Mutual Funds (IMF) und Exchange Traded Fonds (ETFs), welche sich auf eine passive Anlagestrategie fokussieren (Bessler & Hockmann, 2016; Fichtner et al. 2017; Fisch, Hamdani, & Solomon, 2018). Index Mutual Funds (Indexfonds), die bereits 1975 von Vanguard in den USA und 1998 von der Commerzbank in Deutschland eingeführt wurden, sind Investmentfonds die in der Regel einen bestimmten Index wie den S&P 500 oder den DAX genau nachbilden und damit eine kostengünstige Anlage in einem breit gestreuten Portfolio ermöglichen. Wie bei Investmentfonds üblich, können Anteile zu dem Preis, der nur einmal am Tag ermittelt wird, gekauft oder verkauft werden. ETFs als Weiterentwicklung von Indexfonds werden dagegen kontinuierlich an der Börse (Exchange Traded) gehandelt und können daher jederzeit zum aktuellen Kurs gekauft und verkauft werden.

Im Detail ist einerseits ein starker Anstieg des von passiven Indexfonds weltweit verwalteten Vermögens von ca. EUR Mrd. 500 in 2000 auf ca. EUR Mrd. 4.000 in 2015 zu verzeichnen. Andererseits wird aber auch die Veränderung innerhalb dieser Gruppe hin zu ETFs (in schwarz eingefärbt) mit einem Wert von ca. EUR Mrd. 100 in 2000 und ca. EUR Mrd. 2.200 im Jahre 2015 klar deutlich.

Assets under Management passiver Index Fonds weltweit, in Mrd. US-Dollar



Quelle: Eigene Darstellung basierend auf Dörrwächter, Kramarsch & Siepmann (2017).

Hans Böckler Stiftung

4 Welche Aspekte der Unternehmensführung werden durch den Wandel besonders stark beeinflusst?

Vor dem Hintergrund des Bedeutungsgewinns institutioneller Investoren, sowie der massiven Umschichtung von Anlagekapital weg von aktiven und hin zu passiven Anlageformen stellt sich die Frage, welche Auswirkungen dieser Trend für die Corporate Governance hat, insbesondere für das Recht an den Stimmrechten und die Abgabe der mit den Aktien verbundenen Stimmrechten.

Neben der Bereitstellung von Anreizen stellt die Unternehmensüberwachung ein Mittel zur Senkung der Prinzipal-Agenten-Kosten (und damit zur Maximierung des Unternehmenswertes aus Kapitalmarktperspektive) dar. Das grundsätzliche Problem zwischen den Eigentümern (Prinzipal) und dem Vorstand (Agenten) besteht darin, dass die Eigentümer die Entscheidungsmacht an den Vorstand übertragen haben und dass die Unternehmensleitung den Anreiz hat, und oftmals den Versuchungen erliegt, die eigenen Vorteile zu maximieren und nicht den Nutzen oder den Vermögenswert für die Investoren. Da die empirische Forschung und die Unternehmenspraxis immer wieder dieses Fehlverhalten des Vorstandes aufzeigen ist es dringend erforderlich, das Verhalten und die Entscheidungen des Vorstandes genau zu überwachen (Monitoring). Die Frage inwieweit institutionelle Investoren als Eigentümer die Monitoring-Funktion im Zielunternehmen ausüben, hängt von deren Bereitschaft ab, Corporate Governance Defizite, die den Unternehmenswert beeinträchtigen, aktiv anzugehen und zu lösen.

Diese Bereitschaft kann jedoch anhand folgender drei Überlegungen eingeschränkt werden.

1. Es zeigt sich eine Abhängigkeit von der Höhe der Aktienanteile, der zugrundeliegenden Investmentstrategie und der angestrebten Haltedauer

(Wang, 2014). Der größte Anreiz zu intensivem Monitoring besteht laut Wang (2014) bei institutionellen Investoren mit Blockanteile zwischen 10% und 20%, einer aktiven Investmentstrategie und einem Haltehorizont von größer als einem Jahr. Aufbauend darauf kann die substantielle Umschichtung hin zu passiven Investoren mit niedriger (Monitoring-) Kostenbasis zur Beeinträchtigung der Unternehmensüberwachung führen.

2. Die hohe Konzentration von Stimmrechten insbesondere bei passiven Investoren befeuert auch den Bedeutungszuwachs von sogenannten Stimmrechtsberatern. Dieser ebenfalls hochkonzentrierte Markt (Stand 2019: ISS ca. 70%, Glass Lewis ca. 20%) gibt folglich wenigen Beratern, welche schlussendlich direkten Einfluss auf Unternehmensentscheidungen ausüben, eine große Macht.

3. Common Ownership, d.h. konzentrierter Anteilsbesitz von verschiedenen institutionellen Investoren bei konkurrierenden Unternehmen. Dadurch könnte unter Umständen das Ziel der Unternehmenswertmaximierung in Bezug auf das einzelne Zielunternehmen der Portfoliowertmaximierung der institutionellen Investoren weichen (Azar, Schmalz, & Tecu, 2018; Backus, Conlon, & Sinkinson, 2019; Hemphill & Kahan, 2018; Schmalz, 2018).

5 Welche Investorentypen lassen sich in der Eigentümerstruktur deutscher Unternehmen unterscheiden?

Innerhalb der Gruppe der institutionellen Investoren lassen sich verschiedene Typen differenzieren. So unterscheidet Sekanina (2018) die drei grundsätzlichen Ansätze aktiv gemanagte Fonds (1), passiv gemanagte Fonds (2) und Aktivismus (3).

Aktive Investmentfonds

Aktive Investmentfonds streben danach anhand verschiedener Investmentstrategien in ausgewählte Märkte, Industrien oder Aktien die Rendite des Marktes zu schlagen. Es findet also eine gezielte Auswahl der Anlagen durch den Fondsmanager statt. Als Beispiel kann ein klassischer Aktienfonds angeführt werden, der eine Nachhaltigkeits-Strategie verfolgt und somit verstärkt in Aktien mit hohem ESG-Rating investiert.

Passive Investmentfonds

Passive Fonds hingegen bilden den Markt ab, indem beispielsweise ein Portfolio gebildet wird, dass hinsichtlich Zusammensetzung und Gewichtung exakt dem des DAX 30 entspricht und damit die Marktrendite generiert. Die drei bekanntesten und größten Asset Manager weltweit sind Blackrock, State Street Global Advisors und Vanguard. die sowohl aktive als auch passive Strategien, bzw. nur passive Strategien (ETF, Index Fonds), anbieten.

Aktivismus

Aktivistische Ansätze bilden gemäß genannter Kategorisierung die dritte Basisstrategie und zielen speziell darauf ab hohe Renditen insbesondere durch aktive Einflussnahme auf ein Unternehmen zu generieren. Als bekannte Gruppe sind hier die Hedgefonds und Private Equity Fonds zu nennen. Ein Beispiel ist der Finanzinvestor Paul Singer, der mit seinem Hedgefonds Elliott insbesondere in Deutschland große Aufmerksamkeit erlangte. So wurde durch Elliot bei Uniper eine Untersuchung gegen den Vorstand beantragt, im Vorfeld der Übernahme von STADA kurzfristig 15% der Aktienanteile erworben, Reformpläne beim Anlagenbauer GEA angestrebt, die Prüfung der Übernahme von Kabel Deutschland durch Vodafone in einer außerordentlichen Hauptversammlung beantragt, bei den Übernahmen von Celesio durch McKesson und von Wella durch Procter & Gamble kurz vorher größere Anteile erworben und anschließend, jeweils mit Gewinn, dem Akquisiteur überlassen.

6 Welche Unterscheidungskriterien institutioneller Investoren sind darüber hinaus von Bedeutung?

Isaksson & Çelik (2014) identifizieren in ihrer Studie sieben Unterscheidungskriterien institutioneller Investoren welche eine granulare Identifikation über die grundlegende Einordnung aktiv/passiv/aktivistisch hinaus ermöglichen.

1. **Ziel:** Das Ziel der Institution begründet, ob die Pflicht der Gewinnmaximierung hinsichtlich ihrer Anleger und Eigentümer (Dividenden) vorliegt, losgelöst von den Renditeerwartungen der Anlage, und damit gleichzeitig darauf angewiesen ist, Investorengelder über die Performance einzuwerben, oder ob es sich um Institutionen mit einem festen Stamm an Kapital handelt.
2. **Struktur der Verbindlichkeiten:** Die Basis dieser Überlegung stellt die Fristigkeit der von den Kunden bereitgestellten Mittel dar. So kann ein Pensionsfonds einen weitaus längerfristigen Anlagestil verfolgen relativ zu einem aktiv gemanagten offenen Investmentfonds.
3. **Investment Strategie:** Die zugrundeliegende Anlagestrategie des Fonds kann man in verschiedene Kategorien einteilen, wie z.B.: passive Indexfonds (Abbildung eines Aktienindex oder Strategie), fundamental passive Investoren (aktive Auswahl der Zielunternehmen, welche dann aber mit sehr langem Horizont gehalten werden), fundamental aktive Investoren (aktive Auswahl mit variablem, eher kurzfristigem Anlagehorizont) bis hin zu quantitativ aktiven Investoren (modellbasierte Aktienauswahl).
4. **Portfoliostruktur:** Ein international breit diversifizierter Fonds mit hunderten verschiedenen Aktien birgt beispielsweise weniger Anreize zur aktiven Einflussnahme auf das Unternehmen, da dies mit hohen Informationsbeschaffungs- und Monitoring-Kosten einhergeht. So ist

beispielsweise die Einflussnahme von institutionellen Investoren mit konzentrierten Unternehmensbeteiligungen meist wahrscheinlicher.

5. **Gebührenstruktur:** Hier muss grundsätzlich unterschieden werden, ob die Gebührenstrukturen (Einnahmen für den Fonds), an die Performance des Fonds gekoppelt sind oder unabhängig davon anfallen.
6. **Politische und soziale Ziele**
7. **Regulatorische Beschränkungen:** Eine weitere Unterscheidung kann einerseits darüber getroffen werden, ob neben den rein monetären Zielen auch politische und soziale Ziele verfolgt werden und andererseits ob etwaige regulatorische Rahmenbedingungen vorliegen.

7 Über welche Einflussmöglichkeiten auf Unternehmen verfügen institutionelle Anleger?

Zur aktiven Einflussnahme muss mindestens auf ein Organ der Aktiengesellschaft (Hauptversammlung, Aufsichtsrat oder Vorstand) abgezielt und erfolgreich eingewirkt werden. Die Maßnahmen kann man grundsätzlich in die Kategorien direkte Einflussnahme und indirekte Einflussnahme einteilen.

Direkte Einflussnahme

Als direkte Einflussnahme institutioneller Investoren kann jede aktive Aktion gewertet werden, die darauf abzielt, die Entscheidungen der Organe des Unternehmens zu beeinflussen. Die unter dem Oberbegriff „Voice“ zusammengefassten Alternativen bestehen aus der aktiven Ansprache, der Durchführung von Kampagnen, dem Abstimmungsverhalten auf Hauptversammlungen und Verhandlungen hinter geschlossenen Türen („behind the scenes“).

Eine weltweite Befragung von 143 Entscheidungsträgern institutioneller Investoren hinsichtlich deren bevorzugter Einflusskanäle, die während aktiver Aktionen in den letzten fünf Jahren genutzt wurden, zeichnet folgendes Bild (McCahery et al. 2016):

Hauptversammlung: Abstimmung gegen die Vorschläge des Topmanagements (53%), Einreichung von Tagesordnungspunkten, sogenannter Shareholder Proposals (16%) und direkte Diskussionen mit dem Vorstand (63%).

Aufsichtsrat: Im Wesentlichen direkte Gespräche (45%).

Vorstand: Diskussionen mit dem Topmanagement (63%), insbesondere durch Vorschläge an den Vorstand (35%) spezifische Maßnahmen zu ergreifen sowie aggressive Fragestellungen in den Telefonkonferenzen (30%).

Indirekte Einflussnahme

Die Corporate Governance Maßnahme „Exit“ beschreibt den angedrohten oder realisierten Verkauf der Aktienbeteiligung an einem Unternehmen. Diese Alternative stellt wohl die strikteste und konsequenteste aller Maßnahmen dar, da sie in der Auflösung der Verbindung zwischen Aktionär und

Unternehmen mündet. Die Studie von Edmans & Holderness (2017) ordnet der Exit-Alternative vier Determinanten zu, die deren Einflussstärke bestimmen können. Diese sind (1) das Interesse des Vorstandes an einem hohen Aktienkurs, (2) Anzahl an Blockaktionären, (3) die Anzahl an Unternehmen in denen der Blockholder beteiligt ist und (4) kurzfristige individuelle Bedenken des Blockaktionärs (die Entnahme eines Unternehmens aus dem Portfolio könnte dem Fondsmanager als von Anfang an schlechte Investitionsentscheidung vorgeworfen werden).

8 Wie funktioniert das Geschäftsmodell passiver Indexfonds?

Passive Indexfonds haben das Ziel, eine Anlage in einem oftmals breit gestreuten Portfolio (z.B. Marktindex wie DAX, S&P 500, Euro-Stoxx) zu minimalen Transaktionskosten (Total Expense Ratio, TER) anzubieten. Das Anlageportfolio entspricht somit den gleichen Unternehmen und Anteilsgewichtungen wie dem Zielindex und wird bei Indexänderungen automatisch angepasst. Somit ist keine aktive Aktienauswahl eines Fondsmanagers mehr nötig, wodurch sich die Kosten für den Investor, im Vergleich zu aktiv gemanagten Fonds, bei vergleichsweise hoher Risikodiversifikation signifikant verringern.

Die in der Praxis zunehmende Bedeutung von ETFs und Indexfonds in den USA sowie in Deutschland (Bessler & Hockmann, 2016), wird oftmals damit begründet, dass im Durchschnitt aktive Fonds nach Kosten keine höhere Performance und persistente Outperformance erzielen können. Theoretisch (Berk & Green, 2004) und auch empirisch (Bessler, Blake, Lückoff & Tonks, 2017; Bessler, Kryzanowski, Kurmann, & Lückoff, 2016) ist das überzeugend mit den an den Kapitalmärkten herrschenden Wettbewerb und den daraus resultierenden Gleichgewichtsprozessen zu begründen.

Durch die Vielzahl (ca. 8.000 ETFs) der mittlerweile angebotenen „passiven“ Instrumente mit ganz speziellen Anlageschwerpunkten nutzen aber auch Fonds die grundsätzlich eine aktive Anlagestrategie verfolgen diese passiv konstruierten Anlageprodukte zur Implementierung ihrer aktiven Strategien. Die Vorteile ergeben sich insbesondere aus den geringeren Transaktionskosten und der relativ hohen Liquidität in diesen Märkten.

9 Welche Chancen/Risiken werden hinsichtlich des Einflusses passiver Indexfonds/ETFs diskutiert?

Die steigende Bedeutung passiver Indexfonds wird kontrovers diskutiert. Einerseits bieten passive Anlageformen zumeist einen signifikanten Kostenvorteil gegenüber aktiven Alternativen und versetzen damit eine Vielzahl an (privaten) Anlegern in die Lage mit vergleichsweise geringen Kosten ein breit diversifiziertes Portfolio (z.B. weltweiten Index) mit weniger oder mehr Risiko aufbauen zu können und am Kapitalmarkt zu partizipieren.

Andererseits sammelt sich durch die steigende Nachfrage passiver Anlageprodukte eine enorme Anzahl an Unternehmensbeteiligungen und damit Stimmrechten bei wenigen großen Akteuren in einem ohnehin schon sehr konzentrierten Markt (z.B. Anteile am ETF-Markt: BlackRock 40%, Vanguard 25%, State Street 17%). Sollten dann diese institutionellen Investoren von Ihrer eigentlichen Monitoring-Rolle (Überwachung des Managements zur Steigerung des Shareholder Values) abweichen, können insbesondere drei Szenarien als Risiko des Einflusses passiver Investoren gesehen werden.

Erstens kann sich ein stetig erhöhendes Anlagevolumen passiver Investoren und deren potentiell schwächeres Monitoring in steigender Macht der Manager niederschlagen, was wiederum beispielsweise zu der Auswahl von weniger unabhängigen Aufsichtsräten führen könnte (Schmidt & Fahlenbrach, 2017).

Zweitens „Common Ownership“, d.h. dass insbesondere ETFs und Indexfonds an vielen auch konkurrierenden Unternehmen beteiligt sind. Daher besteht eine Idee darin, grundsätzlich davon auszugehen, dass diese Anlagefonds wenig Interesse haben, dass diese Unternehmen durch zu viel Konkurrenz ihre Gewinne und damit ihren Marktwert verringern. Das kann dann negative Auswirkungen insbesondere auf Konsumenten (steigende Preise bei wenig Wettbewerb) und Arbeitnehmer (geringere Bezahlung bei geringerem Wettbewerb) haben (Azar, Schmalz, & Tecu, 2018; Backus, Conlon, & Sinkinson, 2019; Hemphill & Kahan, 2018; Schmalz, 2018).

Drittens, die hohe Konzentration von Stimmrechten, insbesondere bei passiven Investoren, befeuert auch den Bedeutungszuwachs von sogenannten Stimmrechtsberatern. Dieser ebenfalls hochkonzentrierte Markt (ISS 70%, Glass Lewis 20%) gibt folglich den wenigen Beratern eine große Macht. Diese üben schlussendlich direkten Einfluss auf Unternehmensentscheidungen aus und können gleichsam zu neuen Standardsetzern aufsteigen, was gleichzeitig eine Verschiebung von Regulierungsmacht weg von öffentlichen Institutionen und hin zu (im Grunde genommen zwei) privaten Beratungshäusern bedeutet (Fleischer, 2011).

10 Wie funktioniert Shareholder Aktivismus?

Der Begriff „Shareholder Aktivismus“ beschreibt ganz allgemein die gezielte aktive Einflussnahme von bestimmten einzelnen Aktionären oder institutionellen Investoren auf Unternehmensentscheidungen oder auf den Unternehmensentscheidungsprozess, entweder direkt über den Vorstand oder indirekt über den Aufsichtsrat und die Hauptversammlung. Zu den aktivistischen institutionellen Investoren zählen insbesondere Hedgefonds und Private Equity Fonds, aber auch Investmentfonds und Pensionsfonds. Auch wenn insbesondere die letzteren beiden Gruppen oftmals keinen unmittelbaren direkten Einfluss suchen und ausüben, so haben sie doch aufgrund der ihnen aus den Aktienholdings zustehenden Stimmrechten einen mittelbaren Einfluss in der Hauptversammlung.

So gibt es Beispiele für Hedgefonds, die versuchen unter anderem durch den Start von Kampagnen, Aufrufen an die Aktionäre bis hin zu

Kampfabstimmungen (Proxy Fights) aktiv das Unternehmensgeschehen zu beeinflussen (Bessler et al., 2015; Sekanina, 2018). Die Relevanz von Kampfabstimmungen wurde wohl spätestens seit dem ersten deutschen Proxy Fight bei der STADA AG hinreichend deutlich.

Das Ziel ist es, den Unternehmenswert oftmals substantiell und meist nur kurzfristig zu steigern, indem Veränderungen wie Restrukturierung oder Abspaltung von Unternehmensteilen oder Aufspaltung des Unternehmens erzwungen werden. Oftmals wird versucht, durch rein finanzielle Maßnahmen wie Dividendenerhöhung und Aktienrückkäufe oder einen höheren Verschuldungsgrad den Aktienkurs kurzfristig zu steigern. Daher ist ein wesentlicher Kritikpunkt, dass lediglich ein kurzer Zeithorizont zur Gewinnmitnahme von Interesse ist.

11 Welche Chancen/Risiken ergeben sich aus Shareholder Aktivismus für die Unternehmenslandschaft?

Eine Studie von Swidler, Trinh, & Yost (2019) findet Evidenz für die bedeutende Funktion von aktivistischen Investoren, um die Sichtweisen von Vorstand und Aktionären anzunähern. Die Autoren zeigen einen signifikant positiveren Effekt auf den Unternehmenswert bei Mergers und Akquisitionen für die Unternehmen, an denen aktivistische Investoren beteiligt sind. Neben dieser Funktion als Bindeglied zwischen Aktionären und Managern, besteht insbesondere in der intensiven Erfüllung der Monitoring-Funktion ein wichtiger Bestandteil im Disziplinierungs-Instrumentarium der Eigentümer.

Im Gegensatz dazu müssen aber auch negativ Beispiele von Shareholder Aktivismus genannt werden, welche lediglich auf kurzfristige Gewinnmitnahmen des Aktivisten fußen und die langfristige Steigerung des Unternehmenswertes ignorieren. Hier sind insbesondere sogenannte Short-Seller zu nennen, die durch gezielte Negativkampagnen gegen das Unternehmen versuchen Gewinne aus daraus resultierenden Kurssenkungen zu generieren. Zwei bekannte Beispiele davon betroffener deutscher Unternehmen sind die Ströer SE unter Beteiligung des Short-Sellers Muddy Waters Research LLC und Aurelius SE unter Beteiligung von Gotham City Research LLC. In beiden Fällen erzielten die Research Häuser Gewinne von Millionen durch Auflösung der Leerverkaufsposition nach Kurssturz, der durch eigens angefertigte Research-Berichte ausgelöst wurde.

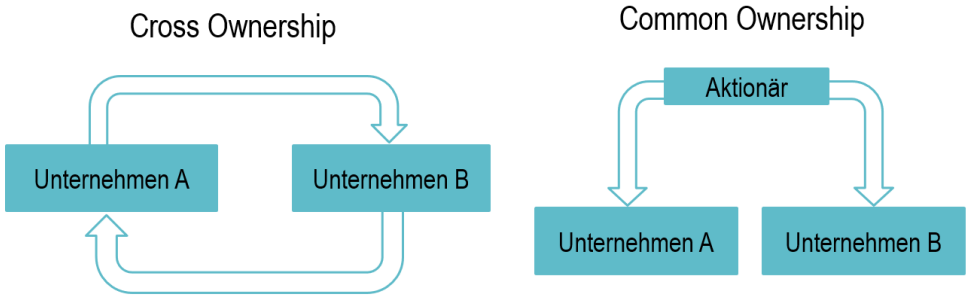
Zusammenfassend kann man feststellen, dass aus Aktionärssicht eine positive Evaluation des Effekts von Shareholder Aktivismus sicherlich davon abhängt, ob der aktivistische Investor tatsächlich an der langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes interessiert ist, oder auf kurze nicht-persistente Kurssprünge abzielt.

12 Was sind Common- und Cross Ownership?

Einen grundsätzlichen Anreiz für institutionelle Investoren direkten Einfluss auf Unternehmensentscheidungen auszuüben, kann man mit dem Ziel der Minimierung des beschriebenen Free Rider Problems begründen, dem durch die Beteiligung mehrere Blockaktionäre an den Kosten des Monitorings nähergekommen wird (Edmans & Holderness, 2017). Free-Riding ist in der Ökonomie das grundsätzliche Problem, dass jemand von bestimmten Aktivitäten anderer profitiert, wie z.B. Monitoring des Vorstands, ohne sich an den Kosten in adäquater Weise zu beteiligen. Grundsätzlich wird dies als ein Marktversagen betrachtet, so dass eine Minimierung dieses Problems von Nutzen ist. Neben diesem Ziel, die Agency-Kosten zu reduzieren, können aber auch wettbewerbspolitische Gründe, wie Common- und Cross Ownership ausschlaggebend sein.

Common Ownership beschreibt den gleichzeitigen Besitz eines in der Regel institutionellen Investors von Anteilen an mehreren im Wettbewerb miteinander stehender Unternehmen. Im Gegensatz dazu definiert sich Cross-Ownership als der gegenseitige Anteilsbesitz von im Wettbewerb miteinander stehenden Unternehmen. Eine grafische Illustration der Abgrenzung beider Eigentumsstrukturen gibt folgende Abbildung (OECD, 2017).

Cross- und Common Ownership



Quelle: Eigene Darstellung basierend auf OECD (2017)

Hans Böckler Stiftung

12.1 Welche Probleme können sich aus Common Ownership ergeben?

Die grundsätzliche Problematik, die aus Common Ownership entstehen kann, ist einerseits ein Anstieg der Produktpreise für Unternehmen und Konsumenten und andererseits ein erhöhter Druck auf den Arbeitsmarkt (Azar, Raina, & Schmalz, 2016; Azar et al., 2018; OECD, 2017; Rock & Rubinfeld, 2017). Die Studie von Azar et al. (2018) über die US-Airline Industrie von

2001 bis 2014 erzeugte große Aufmerksamkeit in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung. Sie untersuchten die Marktkonzentration mittels eines angepassten Herfindahl Indizes (= Kennzahl zur Konzentrationsmessung) unter Berücksichtigung von Common Ownership. Als Ergebnis wird zum einen Marktkonzentrationen festgestellt, die zehnmal höher sind als die Richtwerte der Kartellbehörden erlauben. Zum anderen finden sie eine robuste Korrelation zwischen Veränderungen des Common Ownership und dem Preislevel für Flugtickets. Die Analysen auf Quartalsbasis deuten weiterhin auf einen kausalen Zusammenhang zwischen gestiegener Marktkonzentration (auf Common Ownership Basis) und einem gleichzeitigen signifikanten Anstieg der Ticketpreise von 3% auf bis zu 7% hin. Das gleiche Phänomen ließ sich auch für die US-Bankenbranche in der Studie von Azar et al. (2016) feststellen.

Dieses Ergebnis stellt ein deutliches gesamtwirtschaftliches Anreizproblem dar, welches zu einem Wohlfahrtsverlust und daher zu einer ineffizienteren Marktwirtschaft einerseits und einer Wohlfahrtsverschiebung von den Konsumenten zu den Produzenten durch gesunkenen Wettbewerb andererseits führt.

13 Einordnung mit Blick auf Mitbestimmung

Insbesondere in den letzten Jahren ist ein zunehmender und erfolgreicher aggressiver Aktivismus durch Hedgefonds in Deutschland zu beobachten, zumindest, wenn man die Aktionen der Hedgefonds und die Reaktionen des Managements als Maßstab nimmt.

Eine Erklärung für das steigende Volumen und die vermehrte Aggressivität sowie den wachsenden Einfluss und Erfolg in Deutschland ist, dass sich gerade die großen amerikanischen Gesellschaften wie Elliot sich den regulatorischen und kulturellen Rahmenbedingungen besser angepasst haben und insbesondere Strategien entwickelt haben, um auch mit den deutschen Besonderheiten wie Trennung von Vorstand und Aufsichtsrat und Mitbestimmung besser umgehen zu können (Moeser, 2019). Vor diesem Hintergrund sollten durch weitere Forschung Determinanten, die einen Eingriff von Aktivisten erhöhen, sowie funktionierende Abwehrmechanismen identifiziert und daneben bereits bestehende Institutionen, wie die Mitbestimmung im Aufsichtsrat, als Teil eines stabilen Rückgrats des Unternehmens, weiter gestärkt werden.

Mit Blick auf die künftige Entwicklung der Corporate Governance besteht ferner die latente Gefahr, dass insbesondere die starke Marktmacht der passiven Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater zu einer schleichenden Schwächung des Aufsichtsrates und der dort verankerten Mitbestimmung führt. Es sei hier auf die jüngsten Debatten um das „Say-on-Pay“ der Hauptversammlung zur Vorstandsvergütung auf der Hauptversammlung sowie um die Aufnahme so genannter „Investorengespräche“ in den Deutschen Corporate Governance Kodex verwiesen. Beide Forderungen sind bereits seit geraumer Zeit wesentliche Punkte in den Stimmrechts-Richtlinien maßgeblicher Vermögensverwalter und Proxy-Advisor.

14 Literatur und Ansprechpartner

Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. Financial Analysts Journal, 74(3), 87–103.

Azar, J., Raina, S., & Schmalz, M. C. (2016). Ultimate Ownership and Bank Competition. SSRN – Working Paper.

Azar, J., Schmalz, M. C., & Tecu, I. (2018). Anti-Competitive Effects of Common Ownership. Journal of Finance, 73(4), 1513–1565.

Backus, M., Conlon, C., & Sinkinson, M. (2019). Common Ownership in America: 1980-2017. Working Paper.

Berk, J. B., & Green, R. C. (2004). Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets. Journal of Political Economy, 112(6), 1269–1295.

Bessler, W., & Hockmann, H. J. (2016). The Growth and Changing Role of Passive Investments: A Critical Perspective on Index Mutual Funds and Exchange Traded Funds. Journal of Banking Law and Banking, 28, 361–444.

Bessler, W., Blake, D., Lückoff, P., & Tonks, I. (2017). Fund Flows, Manager Changes, and Performance Persistence. Review of Finance, (May), 1–37.

Bessler, W., Drobetz, W., & Holler, J. (2015). The Returns to Hedge Fund Activism in Germany. European Financial Management, 21(1), 106–147.

Bessler, W., Kryzanowski, L., Kurmann, P., Lückoff, P. (2016). Capacity Effects and Winner Fund Performance: The Relevance and Interactions of Fund Size and Family Characteristics, European Journal of Finance, 22, 1–27.

Böhler, D., Rapp, M., & Wolff, M. (2010). Director Networks, Firm Performance, and Shareholder Base. SSRN - Working Paper.

BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2018). BVI Jahrbuch 2018.

Dörrwächter, J., Kramarsch, M. H., & Siepmann, R. (2017). Stimmrechtsberater auf dem Corporate Governance-Prüfstand. Zeitschrift Für Das Gesamte Kreditwesen, 70(17).

Edmans, A., & Holderness, C. G. (2017). Blockholders: A Survey of Theory and Evidence. The Handbook of the Economics of Corporate Governance, 1, 541–636.

ETF.com, ➔I ETF League Table as of Jan. 8, 2018

Fichtner, J., Heemskerk, E. M., & Garcia-Bernardo, J. (2017). Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. Business and Politics, 19(02), 298–326.

Fisch, J., Hamdani, A., & Solomon, S. (2018). Passive Investors. University of Pennsylvania Law School - Research Paper, No. 18-12.

Fleischer, H. (2011). Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Zeitschrift Für Unternehmens- Und Gesellschaftsrecht, 40(2), 155–181.

Franks, J., & Mayer, C. (2001). Ownership and Control of German Corporations. The Review of Financial Studies, 14(4), 943–977.

Global Sustainable Investment Alliance. (2014). Global sustainable investment review 2014.

Global Sustainable Investment Alliance. (2016). Global sustainable investment review 2016.

Handelsblatt, ➔I Diese deutschen Firmen mischt Singers Hedgefond auf

Hemphill, C. S., & Kahan, M. (2018). The Strategies of Anticompetitive Common Ownership. Law Working Paper, 423/2018.

Isaksson, M., & Çelik, S. (2014). Institutional investors and ownership engagement. OECD Journal: Financial Market Trends, 2013/2, 93–114.

McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors. Journal of Finance, 71(6), 2905–2932.

Moeser, A. (2019). Shareholder Activism in Germany. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation

OECD. (2014). Pension Markets In Focus. Pension Markets in Focus, (9), 1–28.

OECD. (2017). Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition. In OECD - Meeting of the Competition Committee.

Pagano, M., & Von Thadden, E. (2004). The European Bond Markets under EMU. Oxford Review of Economic Policy, 20(4), 531–554.

Rock, E. B., & Rubinfeld, D. L. (2017). Defusing the Antitrust Threat to Institutional Investor Involvement in Corporate Governance. Law & Economic Research Paper Series Working Paper, No. 17-05.

Schmalz, M. C. (2018). Common-Ownership Concentration and Corporate Conduct. Annual Review of Financial Economics, 10(1), 413–448.

Schmidt, C., & Fahlenbrach, R. (2017). Do exogenous changes in passive institutional ownership affect corporate governance and firm value? Journal of Financial Economics, 124(2), 285–306.

Sekanina, A. (2018). Finanzinvestoren und Mitbestimmung. Hans Böckler Stiftung - Mitbestimmungsreport, 42.

Swidler, S., Trinh, T., & Yost, K. (2019). The Effect of Activist Investors on Firms´ Mergers and Acquisitions. Journal of Financial Research, 42(1).

Wang, M. (2014). Which types of institutional investors constrain abnormal accruals? Corporate Governance: An International Review, 22(1), 43–67.

Ansprechpartner in der Hans-Böckler-Stiftung

Alexander Sekanina

Über die Autoren

Prof. Dr. Wolfgang Bessler ist Inhaber der *Deutsche Börse Seniorprofessur für empirische Kapitalmarktforschung* an der Universität Hamburg. Frühere Professuren: Justus-Liebig-Universität Gießen, Syracuse University, Rensselaer Polytechnic Institut. Er ist Mitherausgeber von acht internationalen Journals. Forschungsbereiche: Corporate Governance, Finanzierung, Banken, Börsen, Asset Management.

Prof. Dr. Marc Steffen Rapp ist Professor für Allg. Betriebswirtschaftslehre und Controlling an der Philipps-Universität Marburg. Er ist Co-Direktor des Marburger Centre for Institutional Economics (MACIE) und des Centers for Corporate Governance an der HHL. Forschungsbereiche: Corporate Governance, Unternehmenssteuerung und -finanzierung.

Unter Mitarbeit von:

Markus Fütterer, MSc, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter und Doktorand an der von Prof. Dr. Marc Steffen Rapp geleiteten Management Accounting Research Group an der Philipps-Universität Marburg. Forschungsinteressen: Corporate Governance, Regulierung und Familienunternehmen.

Marina Kononova, MSc, ist wissenschaftliche Mitarbeiterin und Doktorandin an der von Prof. Dr. Marc Steffen Rapp geleiteten Management Accounting Research Group an der Philipps-Universität Marburg. Forschungsinteressen: Eigentümerstrukturen, Regulierung und Corporate Governance.

Impressum

Erschienen im Mitbestimmungsportal, dem Infoservice der Hans-Böckler-Stiftung für die Mitbestimmungspraxis. Die Reihe "Wissen kompakt" bietet im Kartenstapel-Format anschaulich und komprimiert aufbereitete Hintergrundinformationen zu aktuellen Themen.

Online-Fassung und weitere Themen unter www.mitbestimmung.de/wissen-kompakt

Kontakt:
Michael Stollt
Hans-Böckler-Stiftung
Georg-Glock-Str. 18
40474 Düsseldorf
mitbestimmungsportal@boeckler.de

Hans-Böckler-Stiftung,
Oktober 2021