

Die Mitwirkung von Indexfonds in der Corporate Governance börsennotierter Aktiengesellschaften

Indexfonds investieren das Kapital ihrer Anleger in die in einem Index notierten Wertpapiere. Handelt es sich dabei um Aktien, erhalten die Indexfonds über die Stimmrechte auch Einfluss auf die jeweilige Aktiengesellschaft. Doch wie nutzen sie diesen Einfluss? Wirken sie in der Corporate Governance mit? Und ist diese Mitwirkung förderlich oder muss sie reguliert werden? In den USA ist zu diesen Fragen in den letzten Jahren eine wissenschaftliche Debatte entstanden, die wegen der Popularität von Indexfonds auch für Deutschland relevant ist. Dabei müssen allerdings die Besonderheiten des deutschen Corporate Governance-Systems berücksichtigt werden.

An der Mitwirkung von Indexfonds wird kritisiert, dass sie wegen der geringen Gebühren, die sie von den Anlegern verlangen, und der Vielzahl von Unternehmen, in die sie investieren, nur sehr schwache Anreize zur Überwachung ihrer Portfoliogesellschaften haben. Auch aus dem Wettbewerb mit anderen Indexfonds zögen sie keine solchen Anreize, weil die Konkurrenten aufgrund des deckungsgleichen Portfolios von der Mitwirkung in gleichem Umfang profitieren. Die Mitwirkung der Indexfonds nehme aufgrund dieser fehlerhaften Anreize keine hinreichende Rücksicht auf die Besonderheiten der einzelnen Portfoliogesellschaften und wahre die Interessen der Anleger der Indexfonds nur unzureichend.

Tatsächlich haben Indexfonds allerdings grundlegende Anreize, in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften mitzuwirken. Ihre Gebühren richten sich in der Regel nach dem Umfang des verwalteten Vermögens und steigen daher auch bei Wertsteigerungen einzelner Portfoliogesellschaften. Auch wenn diese Gebühren niedrig sind und Indexfonds stark diversifizierte Portfolios verwalten, können sie doch von Maßnahmen, die eine Vielzahl von Emittenten betreffen und die für die Indexfonds kostengünstig zu überprüfen und einzufordern sind, von den Wertsteigerungen der Portfoliogesellschaften profitieren. Derartige Maßnahmen fordern Indexfonds von Emittenten in öffentlichen Abstimmungsrichtlinien. Eine Untersuchung dieser Richtlinien von vier einflussreichen Indexfondsanbietern zeigt, dass sie zu Themen, die eine Vielzahl von Emittenten betreffen, konkrete Forderungen entwickeln und bei Abweichung androhen, ihr Stimmrecht gegen die Unternehmensleitung einzusetzen. Darüber hinaus können Indexfonds durch die Bindung ihrer Portfoliozusammensetzung an den Index ihre Investments nicht jederzeit beenden. Zum Herbeiführen von Wertsteigerungen bleibt dann nur noch die Mitwirkung in der Corporate Governance. Ihr zeitlicher Anlagehorizont ist durch diese Konstellation zudem unbestimmt lang. Wegen des hohen Kostendrucks haben

Indexfonds zwar nicht die Möglichkeit, zum Herbeiführen langfristiger Veränderungen initiativ auf die Portfoliogesellschaften zuzugehen. Eine Untersuchung der eigenen Berichte von Indexfondsanbietern über ihre Mitwirkung zeigt aber, dass sie mit einem kleinen Teil der Emittenten im Portfolio sog. Engagements durchführen und sich über Themen wie die Zusammensetzung des Aufsichtsorgans oder die Initiativen anderer Aktionäre austauschen, um ihr Interesse an langfristiger Wertschöpfung zu sichern. Dass Indexfonds dabei nicht auf die Besonderheiten jeder Portfoliogesellschaft eingehen können, wiegt nicht schwer. Denn sollten aus einer unspezifischen Mitwirkung starke Wertverluste bei einer Portfoliogesellschaft drohen, haben Indexfonds in Zusammenarbeit mit der Unternehmensleitung und anderen Aktionären sowohl die Möglichkeit als auch die richtigen Anreize, um die geplante Mitwirkungshandlung anzupassen.

Weil Indexfonds als Aktionäre in der Corporate Governance handeln, ist das Aktienrecht der richtige Maßstab für ihr Verhalten. Ein Rechtsvergleich zwischen Deutschland und Delaware zeigt, dass den Aktionären das Ob und Wie der Mitwirkung frei steht. Daher ist die Kritik an der Mitwirkung von Indexfonds unangebracht. Mit der flächendeckenden Stimmrechtsausübung, die ausgehend von den Abstimmungsrichtlinien darauf zielt, wertsteigernde Standards in den Portfoliogesellschaften zu etablieren, und den vereinzelt Engagements werden Indexfonds dem aktienrechtlichen Maßstab grundsätzlich gerecht. Und auch die Pflichten gegenüber den Anlegern werden damit gewahrt.

Problematisch sind hingegen Anreize von Indexfonds, das Wettbewerbsverhalten konkurrierender Portfoliogesellschaften zugunsten der Indexfonds zu beeinträchtigen. Obwohl das deutsche Recht derartige Fälle derzeit hinreichend unterbindet, muss in Zukunft beobachtet werden, ob schädliche Einflussnahmen auftreten. Zudem koordinieren Indexfonds zum Einsparen von Kosten ihre Stimmrechtsausübung in zentralisierten Abteilungen. Um dabei Interessenkonflikte zu vermeiden, sollte § 134 I Nr. 5, II AktG weit ausgelegt werden, sodass Indexfonds und andere Regelungsadressaten ausdrücklich auf zentralisierte Stimmrechtsausübungen hinweisen und über Stimmrechtsausübungen berichten müssen, die von potentiellen Interessenkonflikten belastet waren.

Auch wenn Indexfonds angesichts dieser Problemfelder weiter unter Beobachtung stehen und zur Wahrung der Interessen ihrer Anleger angehalten werden müssen, ist vorerst keine zusätzliche Regulierung erforderlich. Sie nehmen am Kapitalmarkt eine wichtige Rolle ein, indem sie einer Vielzahl von Anlegern Diversifikation ermöglichen und die Portfoliogesellschaften im Sinne einer langfristigen Wertschöpfung weiterentwickeln.