

# REPORT

Mitbestimmungsreport Nr. 71, 02. 2022

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

## DIE ROLLE INSTITUTIONELLER INVESTO- REN ALS EIGENTÜMER BÖRSENNOTIERTER GESELLSCHAFTEN IN DEUTSCHLAND

Wolfgang Bessler und Marc Steffen Rapp

### AUF EINEN BLICK

- Die Anzahl börsennotierter Unternehmen in Deutschland ist seit 2001 deutlich zurückgegangen und lag im Jahr 2018 mit 403 Unternehmen um 46% unter der Anzahl von 2001 (748). Maßstab ist hier die Anzahl der im CDAX gelisteten Unternehmen mit Sitz in Deutschland.
- Im gleichen Zeitraum verringerte sich unter den Unternehmen des Prime Standard der Anteil jener Unternehmen deutlich, die über einen Großaktionär mit einem Anteilsbesitz von mindestens 25% verfügen. Besonders stark ausgeprägt war dieser Rückgang bei Ankeraktionären mit mindestens 50-prozentiger Beteiligungsquote (von 34% 2001 auf 28% 2018).
- Mit dieser Entwicklung geht ein erhöhter Anteil an Streubesitz an den betreffenden Unternehmen einher. Eine stärkere Bedeutung institutioneller Investoren mit nennenswerten Beteiligungsquoten, insbesondere jenseits der Meldeschwelle von 3%, ist jedoch nur für den DAX-30 eindeutig festzustellen.
- Auch ein relativer Bedeutungszuwachs von passiven (ETFs, Indexfonds), in Relation zu aktiv gemanagten Fonds, ist insbesondere für den DAX-30 festzustellen. Hier fällt der Anstieg der Beteiligungsquote passiver Fonds von 1,3% (2007) auf 8,1% (2017) jedoch durchaus erheblich aus.
- Institutionelle Investoren aus dem angelsächsischen Raum, speziell aus den Vereinigten Staaten, konnten ihre Beteiligungsquoten an den Unternehmen des Prima Standard seit 2007 signifikant steigern.
- Besonders attraktiv scheinen für institutionelle Anleger aus empirischer Sicht solche Unternehmen zu sein, die relativ groß sind (gemessen an der logarithmierten Mitarbeiterzahl), die über relativ wenige Paketaktionäre verfügen, die aus besonders profitablen Industrien stammen und die über eher geringe Sachanlagequoten verfügen.

# INHALT

<b>Vorwort der Hans-Böckler-Stiftung</b> . . . . .	<b>3</b>
<b>1 Motivation</b> . . . . .	<b>4</b>
<b>2 Untersuchungsdesign</b> . . . . .	<b>4</b>
<b>3 Ergebnisse</b> . . . . .	<b>6</b>
3.1 Trend zum Rückzug von der Börse . . . . .	6
3.2 Ergebnisse der deskriptiven Analysen . . . . .	7
3.3 Ergebnisse der Regressionsanalyse . . . . .	12
<b>4 Zusammenfassung und Ausblick</b> . . . . .	<b>14</b>
<b>Würdigung der Ergebnisse aus Sicht der Hans-Böckler-Stiftung</b> . . . . .	<b>16</b>
<b>Glossar</b> . . . . .	<b>18</b>
<b>Literatur</b> . . . . .	<b>19</b>

# AUTORENSCHAFT

**Prof. Dr. Wolfgang Bessler**  
Universität Hamburg  
wolfgang.bessler@uni-hamburg.de

**Prof Dr. Marc Steffen Rapp**  
Philipps-Universität Marburg  
msr@m-s-rapp.de

## VORWORT DER HANS-BÖCKLER-STIFTUNG

Die Frage, welche Gestaltungsmöglichkeiten die Arbeitnehmerseite eines mitbestimmten Aufsichtsrats in ihrem jeweiligen Unternehmen tatsächlich hat, hängt maßgeblich von seiner Anteilseigner-Struktur ab. Einerseits entsenden die Aktionäre oder Gesellschafter das „Gegenüber“ auf der Anteilseigner-Bank in den Aufsichtsrat. Andererseits nehmen Investoren jedoch auch über die Haupt- oder Gesellschafterversammlung und über Investorengespräche Einfluss auf die unternehmenspolitischen Entscheidungen.

Dass sich die bis in die 90er Jahre hinein bestehende Deutschland AG inzwischen weitestgehend aufgelöst hat, ist hinlänglich bekannt. Das insbesondere in großen, börsennotierten Unternehmen das Gewicht institutioneller Investoren, speziell unterschiedlicher Typen von Fondsgesellschaften aus dem angelsächsischen Raum, zugenommen hat, stellt jedoch einen fortwirkenden Paradigmenwechsel dar, den es näher zu untersuchen gilt: Einerseits ziehen mit unterschiedlichen Anlagestrategien auch unterschiedliche und neue Sichtweisen auf unternehmensstrategische Entscheidungen in die Hauptversammlungen und ggf. Aufsichtsräte ein. Gleichzeitig erwartet eine kritische Öffentlichkeit auch verstärkte Initiativen („Engagement“) institutioneller Investoren in den Unternehmen, z. B. zu Nachhaltigkeitsthemen (ESG), Diversität in Leitungsgremien oder Fragen der Managementvergütung. Und drittens darf nicht unterschätzt werden, dass insbesondere Investoren aus den USA und Großbritannien durch ein gänzlich anderes System der Unternehmensführung (Corporate Governance) geprägt sind, als dieses in Deutschland vorherrscht. Die Unternehmensmitbestimmung ist in diesen Ländern weitestgehend unbekannt.

Aus dieser Gemengelage können zwar einerseits gemeinsame Interessen der Arbeitnehmer- und der Anteilseigner-Seite, z. B. mit Blick auf eine nachhaltige Transformation des Unternehmens oder eine Begrenzung exzessiver Vorstandsgehälter erwachsen. Doch auch die Gefahr neuer Interessenkonflikte ist nicht von der Hand zu weisen. Aus diesem Grund hat die Hans-Böckler-Stiftung die vorliegende Studie in Auftrag gegeben, die eine fundierte Datengrundlage zur Rolle institutioneller Anleger in den börsennotierten Unternehmen in Deutschland liefern soll.

Die Ziele des ersten Teils dieser Untersuchung lagen insbesondere in den folgenden Aspekten:

- Einer möglichst genauen Aufschlüsselung, wie sich die Anteilseigner-Strukturen der deutschen, börsennotierten Unternehmen zusammensetzen und wie sich diese Strukturen in der jüngeren Vergangenheit verändert haben. Dies umfasst neben der Frage des institutionellen Anteilsbesitzes u. a. Fragen der Anteilskonzentration, das Vorliegen von Ankerinvestoren und die Bedeutung sehr spezifischer Investorentypen wie Hedge-Fonds, Private-Equity-Fonds oder Staatsfonds.
- Ein besonderes Augenmerk lag dabei auch auf den Anteilen die inzwischen von passiv ausgerichteten Indexfonds gehalten werden. Insbesondere den Markführern dieser hochkonzentrierten Branche, wie den US-Gesellschaften BlackRock, Vanguard und StateStreet, werden von vielen Kommentatoren inzwischen Schlüsselrollen in der Beeinflussung von Transformationsprozessen ganzer Branchen beigemessen.
- Eine zentrale Folgefrage bestand ferner darin, zu untersuchen, welche spezifischen Eigenschaften eines Unternehmens einen hohen Anteil institutioneller Investoren nachweislich begünstigen. Zu diesem Zweck wurde mittels Regressionsanalysen untersucht, wo statistische Abhängigkeiten zwischen bestimmten Unternehmenskennzahlen und dem Anteil institutioneller Anleger zu identifizieren sind.

Für die weitere Debatte sollen diese Zahlen u. a. Schlussfolgerungen dazu erlauben, welche Herausforderungen für die Unternehmensmitbestimmung und somit die Arbeitnehmerrechte in den Unternehmen realistischerweise zu erwarten sind bzw. sich weiter verstärken könnten. Gleichzeitig soll die Auswertung auch Hinweise dazu geben, wie sich die Corporate Governance-Debatte in Deutschland künftig weiterentwickeln könnte und welches Gewicht bestimmten Investorengruppen in den anstehenden Transformationsprozessen in vielen Unternehmen zukommen könnte. Die vorliegende Untersuchung soll für diese Folgeüberlegungen der Ausgangspunkt sein.

Alexander Sekanina  
Referate Wirtschaft  
I.M.U. der Hans-Böckler-Stiftung

## 1 MOTIVATION

Mit Auflösung der sogenannten „Deutschland AG“ und der Einführung des Euros hat sich die Finanzierung deutscher Unternehmen verändert und insbesondere die direkte Finanzierung über den Kapitalmarkt (als Gegensatz zur Bankfinanzierung) hat seither zugenommen (Bessler et al. 2015, Pagano/Von Thadden 2004). Dies hat zwangsläufig auch die Eigentumsverhältnisse der deutschen börsennotierten Gesellschaften grundlegend verändert. Sowohl die Verflechtungen dominierender deutscher **Großaktionäre** als auch die Macht der Banken haben wesentlich an Bedeutung verloren (z. B. Windolf 2020). Gleichzeitig sind **institutionelle Investoren** weltweit auf dem Vormarsch (vgl. etwa Beck et al. 2015), wobei seit der Finanzkrise insbesondere passive Investoren von sich reden machen (z. B. Fichtner et al. 2017, Sushko/Turner 2018, Fichtner 2019).

Mit den Eigentümerumschichtungen gehen auch entscheidende Veränderungen in der Corporate Governance einher. Vermögensverwaltungsgesellschaften konkurrieren in der Regel über Preise (und Tracking Errors) und haben potenziell wenig Anreize sich um die Corporate Governance von Unternehmen zu kümmern. Hiermit stellt sich

**erstens die** Frage, in wie weit das Phänomen „institutioneller Investor“ in deutschen Unternehmen tatsächlich verbreitet ist

**und zweitens**, ob das Interesse institutioneller Investoren an deutschem Aktienkapital von bestimmten Unternehmens- und Industrieigenschaften abhängig ist.

Die Vorkommnisse rund um die Unternehmen STADA, SAP und Thyssen-Krupp bieten anekdotische Evidenz für die zunehmende Rolle aktivistischer institutioneller Investoren in Deutschland. Dennoch beziehen sich bereits existierende Studien überwiegend auf den US-amerikanischen Markt (z. B. Rose 2010, Elhauge 2016, Bebchuk/Hirst 2019, Bolton et al. 2019), mit nur wenigen Ausnahmen, welche sich mit dem deutschen Markt beschäftigen (Bessler et al. 2015, Dimeg et al. 2017). Die Situation für den deutschen Markt, insbesondere bzgl. der Themenkreise „Passive Anlagestrategien (Passive Investment)“, „Aktive und **Aktivistische Investoren**“, ist de-facto empirisch weitgehend unbeleuchtet. Ob bzw. inwiefern sich dabei die im angelsächsischen Raum gewonnenen Erkenntnisse auf den deutschen Kontext übertragen lassen, ist dabei aufgrund vielfältiger institutioneller Unterschiede keineswegs klar.

Das Ziel der vorliegenden Studie ist es dahingehend die Situation in Deutschland zu beleuchten. Ausgehend von teilweise händisch gesammelten und systematisch aufbereiteten Daten beschreibt sie empirische Fakten zu dem Thema Eigentümerstrukturen deutscher börsennotierter Ge-

sellschaften. Dabei liegt der Fokus auf Gesellschaften des deutschen Prime Standards und die quantitative Bedeutung institutioneller Investoren, auch in Abhängigkeiten von relevanten Unternehmens- und Industrieigenschaften.

## 2 UNTERSUCHUNGSDESIGN

Grundlage der Studie bilden zwei Stichproben. Der Fokus der Studie liegt auf den im deutschen **Prime Standard** notierten und gebietsansässigen Aktiengesellschaften. Die Liste der untersuchten Unternehmen wurde dem Prime Standard Performance-Index der Deutschen Börse AG entnommen. Um einen internationalen Vergleich gewährleisten und dadurch die Situation in Deutschland konkreter einordnen zu können, wurde die zweite Stichprobe aufgebaut, die die börsennotierten Unternehmen aus EU-Ländern abbildet. Die Daten für die empirische Analyse wurden aus unterschiedlichen Datenbanken (Bureau van Dijk Datenbank, Thomson Reuters Eikon und Thomson Reuters Datastream) entnommen sowie händisch gesammelt (Hoppenstedt Aktienführer und Geschäftsberichte) und im Anschluss zusammengefügt.

Um die Vergleichbarkeit der Unternehmen in der Stichprobe zu gewährleisten, wurden Unternehmen aus der Finanzdienstleistungsbranche entfernt. Der Grund ist, dass diese einem anderen regulatorischen Regime unterliegen und ggf. selbst institutionellen Investoren zugeordnet werden könnten. Zusätzlich wird auf Unternehmen abgezielt, die den produktiven Kern der deutschen Volkswirtschaft darstellen.

Die Datenbanken erlauben die Verfolgung der Eigentümerstrukturen von 2001 bis 2017. Allerdings basieren aufgrund der gesetzlichen Absenkung der BaFin Meldeschwelle (gemäß § 21 WpHG zum 20.01.2007) und der daher überproportional steigenden berichteten Anteilen im Jahr 2007 im Vergleich zu 2006, die empirischen Analysen der Eigentümerschaft institutioneller Investoren auf Datenreihen beginnend im Jahr 2007. Dadurch wird versucht eventuelle Verzerrungen in der Stichprobe zu vermeiden. Bei diesem Vorgehen beinhalten die durchgeführten Analysen immer noch ein Jahr, welches zeitlich vor dem Ausbruch der Finanzkrise 2008 liegt und somit einen Vergleichsmaßstab für die Nachkrisenzeit bietet.

Was den Terminus „institutioneller Investor“ betrifft, existiert keine legale oder einheitliche Definition, z. B. MiFID (siehe Infobox) I und II kennen den Begriff „institutioneller Anleger“ nicht und unterscheiden nur zwischen Privatkunden, professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien (vgl. z. B. Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II)). Die Deutsche Bundesbank charakterisiert institutionelle Anleger als solche, die neben den privaten Anlegern (Kleinanlegern) am Kapitalmarkt aktiv sind und aufgrund

ihrer Größe in der Lage sind, großvolumige Kauf- und Verkaufsaufträge zu erteilen und daher mit ihren Investitionsentscheidungen das Geschehen an den Finanzmärkten oft merklich beeinflussen können. Diese Studie definiert institutionelle Investoren als spezialisierte Finanzinstitute, die im Auftrag von Dritten Gelder gemeinsam als Treuhändler verwalten, um bestimmte Ziele hinsichtlich akzeptablem Risiko, Renditemaximierung und Fälligkeit von Forderungen zu erreichen (vgl. Davis/Steil 2001).

Ausgehend von der Erscheinungsvielfalt von institutionellen Investoren wird eine weitere Klassifizierung vorgenommen, indem folgende Kriterien herangezogen werden:

- i Typ, d. h. Unterscheidung nach der Investmentstrategie,
- ii Investmentansatz, d. h. Unterscheidung nach der Neigung zur aktiver Einflussnahme im Unternehmen (als Gegensatz zum passiven Ansatz) und
- iii geographische Herkunft. Die deskriptive Analyse stellt jeweils gesondert folgende Typen institutioneller Investoren dar: *aktivistische Investoren* (Finanzinvestorengruppe, die „pure play“ Hedge-Fonds und Anlagegesellschaften beinhaltet, die teilweise Hedge-Fonds-Anlagetechniken verwenden), *Private-Equity-Fonds*, *Staatsfonds („Sovereign Wealth Funds“)* und *Anderer Institutionelle Investoren*.

Beim Investmentansatz wird zwischen *passiv* (Portfolioverwaltung nach dem Benchmarking mit einem Index) und *aktiv* (Portfolioverwaltung nach einem aktiven Ansatz) agierenden *Investoren* unterschieden, siehe hierzu Bessler und Hockmann (2021). Vor dem Hintergrund der aktuellen Diskussion über den Anteilbesitz ausländischer institutioneller Investoren an deutschen Unternehmen, werden die Investoren letztlich nach ihrer geographischen Herkunft in *Investoren aus Deutschland, aus Ländern der europäischen Union* (inkl. Norwegen und der Schweiz und exkl. Deutschland), *aus Nordamerika* und *anderen Ländern* differenziert.

Im ersten Schritt wird eine systematische und ausführliche deskriptive Analyse der Eigentümerstrukturen in deutschen Unternehmen vorgenommen. Das Ziel ist, die Eigentümerstruktur und deren Entwicklung über die Zeit zu beleuchten und diese in unterschiedlichen Dimensionen nachzuzeichnen. Der besondere Fokus liegt dabei auf der Relevanz institutioneller Investoren und möglicher Unterschiede zwischen den oben genannten Gruppen.

Um ein möglichst differenziertes Bild der Eigentumsverhältnisse zu erhalten, werden dabei Beteiligungen der Höhe nach unterschieden. Während grundsätzlich zunächst alle in den Datenbanken hinterlegten Beteiligungen betrachtet werden, werden im Rahmen der Analysen Beteiligungen von null bis ein Prozent, ein bis drei Prozent und über drei Prozent (die gesetzliche Meldeschwelle) unter-

schieden<sup>1</sup>. Investoren mit Beteiligungen von mindestens drei Prozent werden zudem im Folgenden als *Paketaktionäre* bezeichnet<sup>2</sup>.

Des Weiteren stellt das Potenzial eines Aktionärs zur Ausübung eines wirkungsvollen Einflusses auf die Unternehmenspolitik ein wichtiges Element bei der Analyse von Anteilseignerstrukturen dar. Um diesen Aspekt abzubilden, wird der Begriff des *Großaktionärs* eingeführt. Als Großaktionäre werden hier diejenigen Aktionäre definiert, welche mindestens 25 Prozent der Stimmrechte an einem Unternehmen besitzen. Der gewählte Schwellenwert von 25 Prozent leitet sich zum einen von der Idee der sogenannten Sperrminorität ab, die sich aus dem Aktiengesetz ergibt und notwendig ist um wesentliche Satzungsänderungen zu verhindern<sup>3</sup>, und zum anderen lehnt sie sich an bestehende akademische und praktische Studien an (vgl. z. B. Hermann 2017, Faust/Thamm 2015, Rapp/Wolff 2010, Holderness 2003, Chang/Mayers 1995).

Darauf aufbauend werden in einem zweiten Schritt **multivariate Regressionsanalysen** durchgeführt. Deren Ziel ist es, der Frage nachzugehen, welche Unternehmens- und Industrieigenschaften für institutionelle Anleger am attraktivsten sind und ob signifikante Abweichungen je nach Investorengruppe diesbezüglich existieren. Um die Inferenz der Ergebnisse sicherzustellen, wird hier eine gröbere Typisierung in Hinsicht auf die Investmentstrategie vorge-

Infobox 1

## MiFID

MiFID ist das Akronym der englischen Bezeichnung „Markets in Financial Instrument Directive“. MiFID (oder MiFID I) ist eine zu Anfang 2007 in Kraft getretene Richtlinie der Europäischen Union über Märkte für Finanzinstrumente (2004/39/EG) zur Harmonisierung der Finanzmärkte. Mitte 2014 wurde diese durch die Richtlinie MiFID II (Directive 2014/65/EU) und die Verordnung MiFiR (Regulation (EU) No 600/2014) abgelöst.

Vergleiche Europäische Kommission,

<https://bit.ly/2JGbrds>

[abgerufen 5. April 2020]

- 1 Thomson Reuters weist zwar auch Anteile unter der gesetzlichen Mindestschwelle aus, allerdings kann sich dabei die Problematik der Selbstselektion ergeben und daher sind die darauf basierenden Ergebnissen mit Vorsicht zu interpretieren.
- 2 Obwohl keine vorherrschende Meinung darüber besteht, wie hoch die Beteiligung genau sein sollte, um einen Aktionär als *Paketaktionär* zu definieren, richten wir uns in dieser Studie nach der gesetzlichen Meldeschwelle von drei Prozent.
- 3 Im deutschen Recht reicht eine Beteiligung von mehr als 25 Prozent des Grundkapitals aus, um z. B. Satzungsänderungen einer Aktiengesellschaft zu verhindern (§ 179 (2) AktG). somit verfügen Aktionäre mit mindestens 25 Prozent der Stimmrechte über eine Sperrminorität.

nommen. Dabei werden nur *Aktivistische Investoren* in ein eigenes Cluster ausgegliedert, während alle andere Typen zusammen betrachtet werden. Des Weiteren werden alle ausländischen institutionellen Investoren aggregiert und den in Deutschland ansässigen gegenübergestellt. In Bezug auf den Investmentansatz wird weiterhin zwischen passiv und aktiv agierenden Investoren unterschieden.

In jeder Regression wird auf Jahreseffekte kontrolliert, um den Effekt von Unternehmens- und Industrieigenschaften von potenziellen Jahrestrends zu entkoppeln.

### 3 ERGEBNISSE

#### 3.1 Trend zum Rückzug von der Börse

Nach dem Vereinigten Königreich und Frankreich handelt es sich beim deutschen Aktienmarkt, gemessen an der Anzahl börsennotierter Unternehmen, um den drittgrößten in Europa (vgl. *Abbildung 1*). Allerdings gibt es immer mehr Unternehmen, die sich von der Börse zurückziehen. Zu den Gründen

siehe Bessler et al 2021 sowie zu den aktuellen Zahlen in Bessler und Book (2021).

Die Anzahl notierter Unternehmen innerhalb des CDAX ist in den neunziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts, im Zuge der „New Economy“-Booms, von 360 Unternehmen im Jahr 1990 auf 748 im Jahr 2001 angestiegen und hat sich damit mehr als verdoppelt. Darauf folgte aber ein starker Rückgang, ausgelöst durch das Ende der Dotcom Blase und starke Kursabschläge am Aktienmarkt. Seit 2001 und bis zum Beginn der Finanzkrise hat sich die Situation stabilisiert (siehe auch Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 2014). Die Anzahl der notierten Unternehmen lag im Durchschnitt bei 640. Seit dem Beginn der Finanzkrise geht die Anzahl der gelisteten Unternehmen, deren Anteile öffentlich gehandelt werden, jedoch kontinuierlich zurück (vgl. *Abbildung 2*).

Dieser Trend lässt sich auch in der fallenden Zahl einst börsennotierter Unternehmen im Marktseg-

Abbildung 2

Anzahl an Unternehmen im CDAX (bereinigt um ausländische ISINs)

CDAX Unternehmen mit Sitz in DE

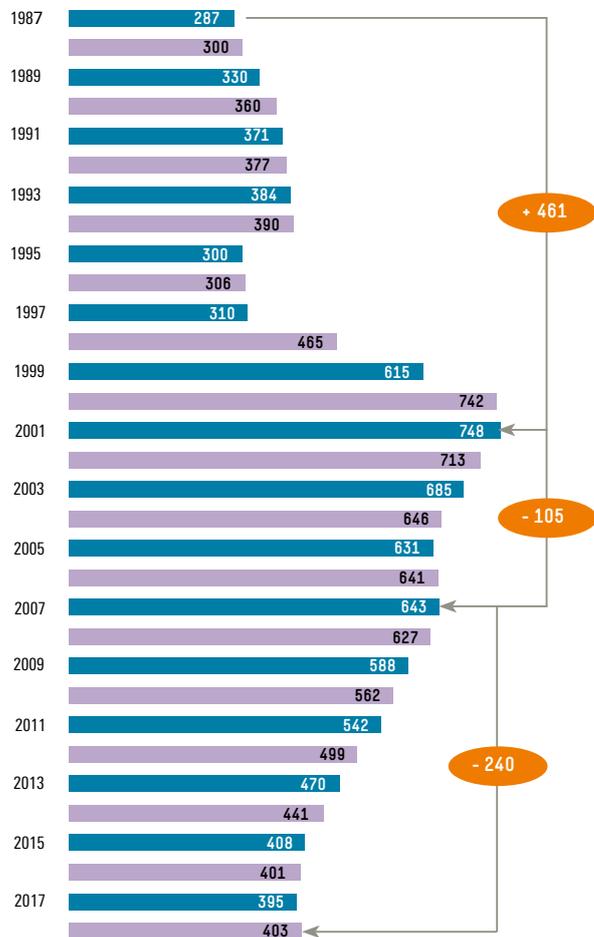
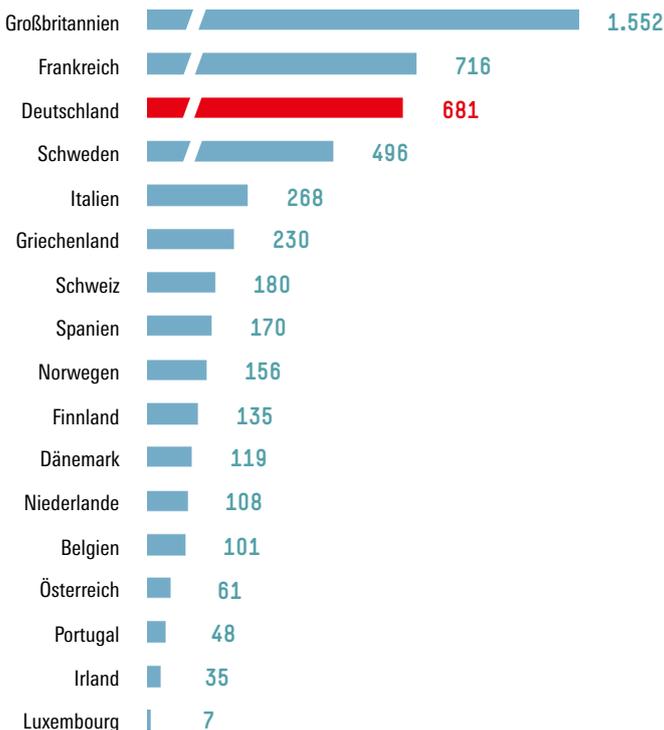


Abbildung 1

Anzahl börsennotierter Unternehmen in europäischen Ländern in dem Zeitraum von 2007 bis 2017 (bereinigt um ausländische ISINs)



Quelle: eigene Analyse basierend auf Daten von BvD/Osiris, Thomson Reuters

Quelle: eigene Analysen basierend auf Daten von Deutsche Börse AG

ment Prime Standard ablesen. Während die Anzahl börsennotierter Unternehmen von 2001 bis 2007 noch leicht anstieg, ziehen sich seit der Finanzkrise immer mehr Unternehmen von der Börse zurück (vgl. **Abbildung 3**). Laut PwC ist „Public to Private“ ein weltweites Phänomen<sup>4</sup>. Der mögliche Grund dafür ist nicht nur, dass Unternehmen so leichter restrukturiert oder saniert werden können, sondern auch,

dass sich die Bewertungen zwischen öffentlichen und privaten Unternehmen einander angenähert haben (vgl. Finance TV 2019).

### 3.2 Ergebnisse der deskriptiven Analysen

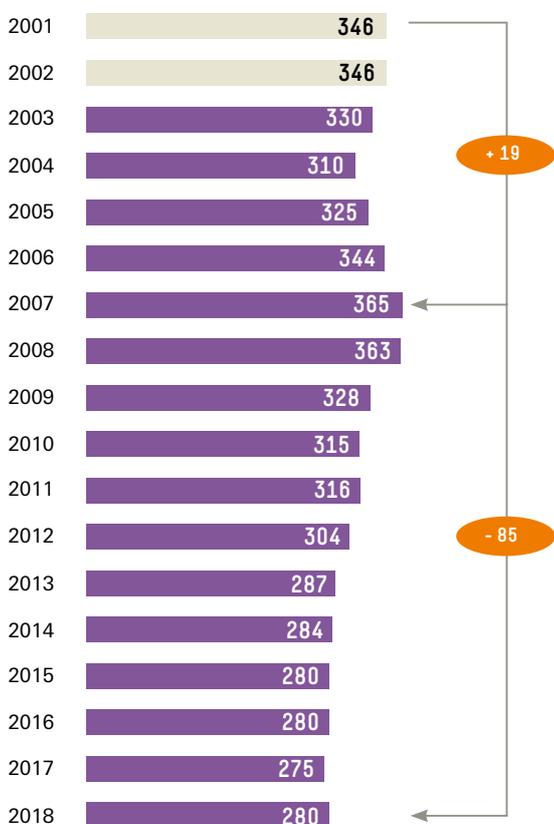
Ziel der deskriptiven Analysen ist es, die zeitliche und strukturelle Entwicklung der Eigentumsverhältnisse der im deutschen Prime Standard gelisteten Unternehmen systematisch darzustellen. Von besonderem Interesse ist dabei die Relevanz.

Die Ergebnisse der deskriptiven Analysen zeigen, dass die Eigentümerstruktur vieler börsennotierter Unternehmen im europäischen Raum nach wie vor durch *Großaktionäre*<sup>5</sup> charakterisiert ist. Während die zwei südeuropäischen Länder, Italien und Portugal, das Feld anführen, rangiert Deutschland mit 66 Prozent im oberen Mittelfeld (vgl. **Abbildung 4**).

Abbildung 3

#### Anzahl an Unternehmen im Prime Standard (bereinigt um ausländische ISINs)

Prime Standard\* Unternehmen mit Sitz in DE



\* Der Prime Standard wurde zum Jahresbeginn 2003 eingerichtet. Die Jahren 2001 und 2002 beziehen sich auf die bis dato vorherrschende Marktsegmentierung.

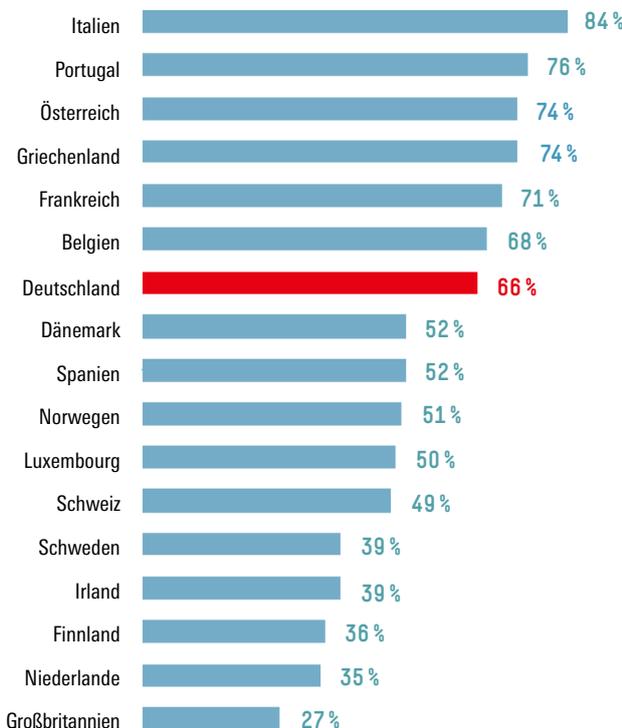
Quelle: eigene Analysen basierend auf Daten von Deutsche Börse AG



4 Auch wenn die Zahl der gelisteten Unternehmen im Prime Standard mit ca. 25 Prozent (2007-2016) nur relativ gering abgenommen hat, so sind die Unternehmen im General Standard um mehr als 60 Prozent (2007-2021) zurückgegangen. Der Grund dafür ist, dass viele Unternehmen des General Standard die Börse verlassen haben, obwohl viele Unternehmen vom Prime in den General Standard gewechselt sind. Der Prime Standard bleibt relativ stabil, weil neue Unternehmen (IPOs) überwiegend an den Prime Standard gehen. Siehe Bessler und Book (2021) und Bessler et al. (2021)

Abbildung 4

#### Relevanz von Großaktionären in europäischen Unternehmen (bereinigt um ausländische ISINs) in dem Zeitraum von 2007 bis 2017



Quelle: eigene Analyse basierend auf Daten von BvD / Osiris, Thomson Reuters



5 Ein Großaktionär in unserer Definition ist ein Aktionär, welcher über mindestens 25 Prozent der Stimmrechte verfügt und damit potentiell einen relevanten Einfluss auf die Unternehmensführung ausüben kann (siehe Kapitel „Untersuchungsdesign“). Eine Untergruppe der Großaktionäre sind die vielfach zitierten *Ankeraktionäre*, welche sich – etwa laut Duden – verlässlich (in dem Sinne von maßgeblich und langfristig) an einem Unternehmen beteiligen. Die Langfristigkeit gehaltener Anlagen ist jedoch nicht Gegenstand dieser Untersuchung.

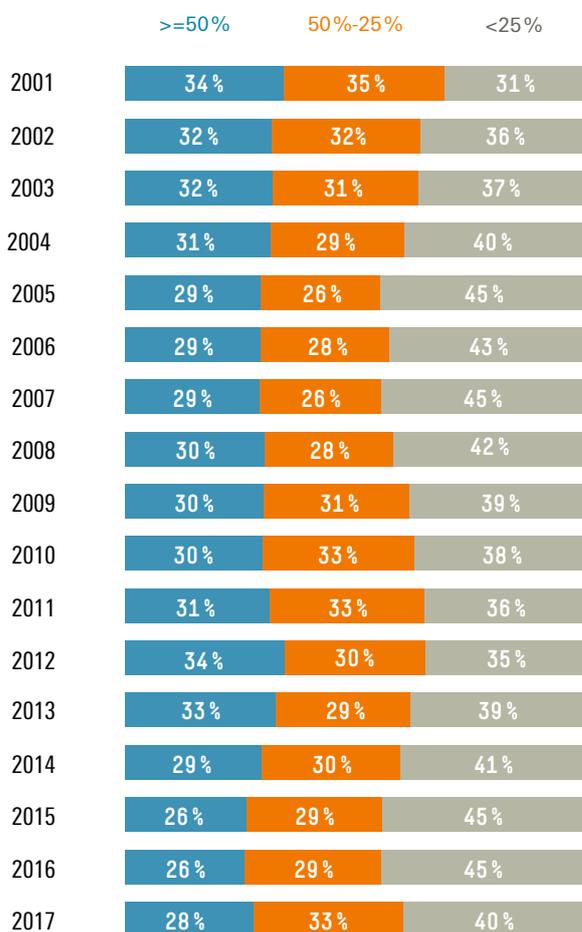
Betrachtet man die Entwicklungen in deutschen Unternehmen dennoch aufgeschlüsselt nach Jahren, ist ein relativ starker Rückgang von Unternehmen mit *Großaktionären* über den Zeitraum 2001-2017 hervorzuheben. Insbesondere betrifft dies die Unternehmen, bei denen ein Aktionär mit einem Anteil größer/gleich 50 Prozent vorzufinden war (vgl. **Abbildung 5**). Dem steht eine gegenläufige Entwicklung bei den Unternehmen ohne *Großaktionär* gegenüber: Verfügten im Jahre 2001 noch 31 Prozent der Unternehmen über keinen *Großaktionär*, so stieg dieser Anteil bis 2017 auf 40 Prozent. Die Ergebnisse lassen vermuten, dass insgesamt eine Auflösung von größeren Blöcken stattgefunden hat. Diese scheinen teilweise in Streubesitz übergegangen zu sein. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass obwohl Individuen bzw. Familien als *Großaktionäre* in deutschen Unternehmen weiterhin vorherrschen, sich der relative Anteil der Unternehmen, in denen solche *Großaktionäre* dominieren, um 15 Prozent verringert hat. Der relative Anteil der Un-

ternehmen mit institutionellen *Großaktionären* hat sich jedoch in dem Zeitraum kaum verändert (vgl. **Abbildung 6**).

In Bezug auf die Beteiligungskonzentration ist der **Abbildung 7** zu entnehmen, dass die durchschnittliche Eigentümerkonzentration von 57 Prozent im Jahr 2007 auf 65 Prozent im Jahr 2017 anstieg. Dies gilt allerdings nur, wenn alle berichteten Anteile berücksichtigt werden. Betrachtet man jedoch nur meldepflichtige Anteile – Anteile von 3 Prozent und höher –, ist die Eigentümerkonzentration in Prime Standard Unternehmen über den Zeitraum nahezu gleichgeblieben. Die **Abbildung 5** lässt dabei erkennen, dass der beachtliche Anstieg der berichteten Anteile unter drei Prozent hauptsächlich auf die durch die von institutionellen Investoren gehaltenen Anteile zurückzuführen ist. Daraus lässt sich schlussfolgern, dass die verhältnismäßig kleineren Beteiligungen von institutionellen Investoren eine quantitativ bedeutende Rolle spielen. Die institutio-

**Abbildung 5**

**Anteil der Unternehmen mit Großaktionären im Prime Standard**

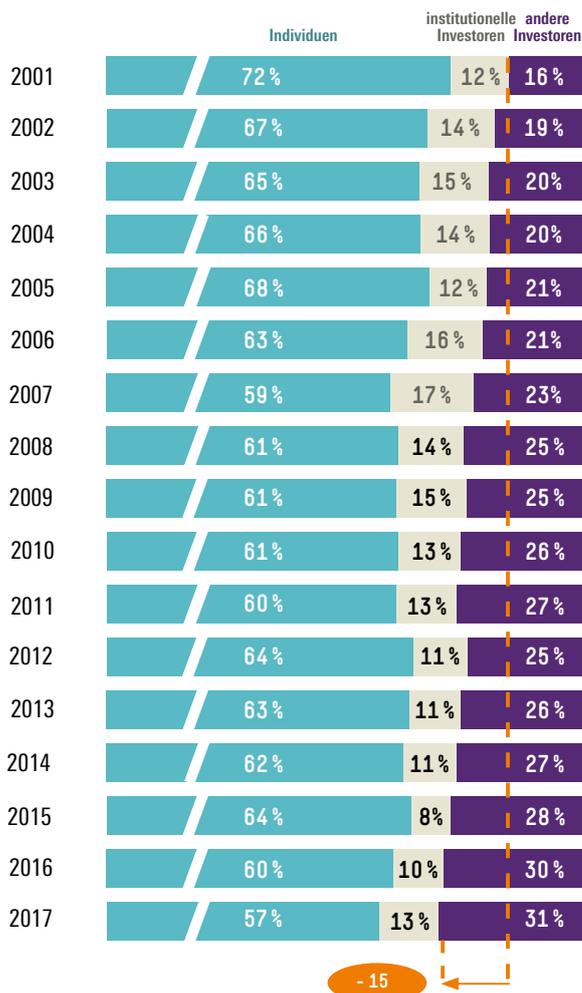


Quelle: eigene Analyse basierend auf Daten von Hoppenstedt Aktienführer



**Abbildung 6**

**Relevanz bestimmter Typen von Großaktionären in Prime Standard Unternehmen mit (mindestens) einem Großaktionär in ihrer Eigentümerstruktur**



- 15

Quelle: eigene Analyse basierend auf Daten von Hoppenstedt Aktienführer



nellen Investoren sind über die Zeit hinweg zwar mit vergleichsweise kleineren Anteilen aber in großer Anzahl in deutschen Unternehmen als Eigentümer präsent.

Nimmt man die Unternehmen der vier DAX-Indizes unter die Lupe, zeichnet sich folgendes Bild ab. In DAX-30-Unternehmen finden sich die geringsten Anteile strategischer Investoren, bei gleichzeitiger Dominanz nicht meldepflichtiger Anteile institutioneller Investoren (vgl. **Abbildung 9**). Dies spiegelt wiederum die Ergebnisse aus **Abbildung 8** wider. Hingegen weisen SDAX-Unternehmen einen erheblichen Anteil an Aktien in Händen strategischer Investoren auf. In MDAX- und TecDAX-Unternehmen machen die Beteiligungen strategischer Anleger einen wesentlichen Anteil aus, wenn auch die gesamten (meldepflichtigen und nicht-meldepflichtigen) Beteiligungen institutioneller Investoren im Durchschnitt dominieren. Hierzulande haben sich die Anteile institutioneller Investoren interessanterweise über die Zeit im Ergebnis kaum verändert (ausgenommen meldepflichtige Anteile in TecDAX-Unternehmen).

Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass die relative Bedeutung, insbesondere der kleineren Anteile institutioneller Investoren, somit nicht unbedingt ein unternehmensübergreifendes Phänomen ist, sondern eher in Unternehmen der höchsten deutschen Börsenliga vorzufinden ist (vgl. **Abbildung 9**). Dies liegt möglicherweise zum einen an dem größeren Bekanntheitsgrad und der Informationstrans-

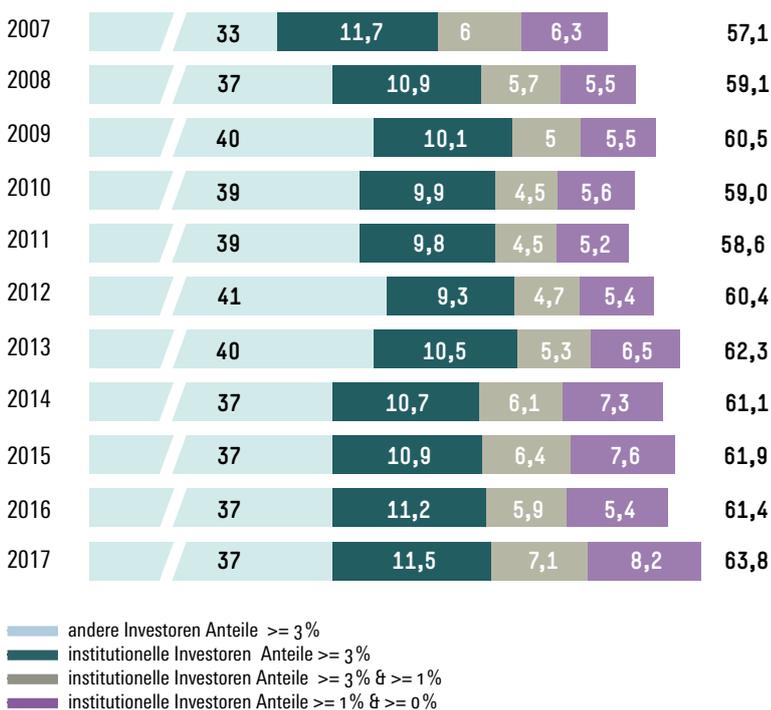
parenz dieser Unternehmen, zum anderen weisen diese meist eine hohe Liquidität und höhere Ausschüttungsquoten auf.

Die Entwicklung der Anteile verläuft je nach der betrachteten Gruppe institutioneller Investoren jedoch nicht gleich. Wertet man die Daten im Querschnitt aus, nimmt der Mischtyp *Aktivistische Investoren*, deren Anteile im Jahr 2017 im Durchschnitt bei elf Prozent<sup>6</sup> lagen, eine Spitzenposition im Hinblick auf die Anteilshöhe ein (vgl. **Abbildung 10**).<sup>7</sup> Im Vergleich fallen die relativen Anteile von anderen untersuchten Typen, ausgenommen die Gruppe „*Andere Investoren*“, wesentlich kleiner aus (im Durchschnitt 0,4 Prozent für *Private-Equity-Fonds* und ca. ein Prozent für *Staatsfonds*).

Was den relativen Wachstumskurs über den betrachteten Zeitraum (2007-2017) anbelangt, lässt die **Abbildung 10** erkennen, dass *Private-Equity-Fonds* ihre Anteile signifikant reduziert haben (von 1,1 Prozent

Abbildung 8

**Eigentümerkonzentration über die Zeit im Prime Standard, differenziert nach institutionellen und anderen Investoren**

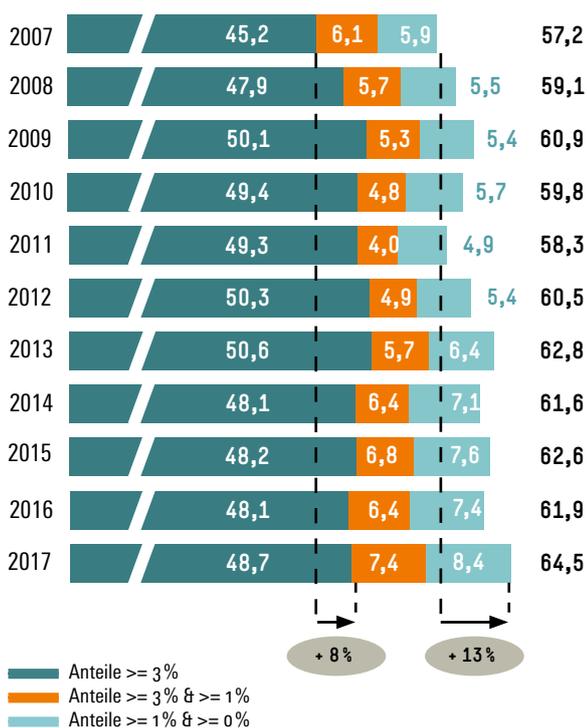


Quelle: eigene Analyse basierend auf Daten von Thomson Reuters



Abbildung 7

**Eigentümerkonzentration über die Zeit im Prime Standard**



Quelle: eigene Analyse basierend auf Daten von Thomson Reuters



6 Die Anteile von „pure play“ Hedge-Fonds lagen im Jahr 2017 durchschnittlich bei 0,5 Prozent.

7 Es ist an dieser Stelle wichtig, nochmals zu betonen, dass sich die hier verwendete Kategorie „Aktivistische Investoren“ nicht ausschließlich auf reine („pure play“) Hedge-Fonds bezieht, die meist in der Wirtschaftspresse als aktivistische Investoren im engeren Sinne verstanden werden. Entsprechend der Systematik des Datenanbieters ThomsonONE umfasst die Kategorie in dieser Untersuchung eine deutlich weiter gefasste Gruppe institutioneller Investoren mit unterschiedlich starker, aber nicht zwingend ausschließlicher Ausrichtung auf aktivistische Anlagestrategien (siehe hierzu auch Glossar im Anhang).

im Jahr 2007 auf 0,4 Prozent im Jahr 2017), während *Staatsfonds* seit 2007, im Vergleich zu allen anderen Gruppen, am stärksten Anteile hinzugewonnen haben (0,2 Prozent im Jahr 2007 und 1,2 Prozent im Jahr 2017). Die Beteiligungen der anderen betrachteten Gruppen sind relativ konstant geblieben. Die rückläufige Entwicklung der Investitionen von *Private-Equity-Fonds* nach der Finanzkrise 2008-2009 ist vermutlich darauf zurückzuführen, dass der beschränkte Zugang zu Übernahmekrediten während und nach der Finanzkrise den schuldengetriebenen Private-Equity-Boom gedämpft hat.<sup>8</sup> Der Aufschwung der Beteiligungen von *Staatsfonds* wäre vor allem durch den deutlichen Anstieg der Anzahl der Staatsfonds – auch denjenigen, die andere als rohstoffbezogene Kapitalquellen haben – zu erklären (vgl. Alhashel 2015).

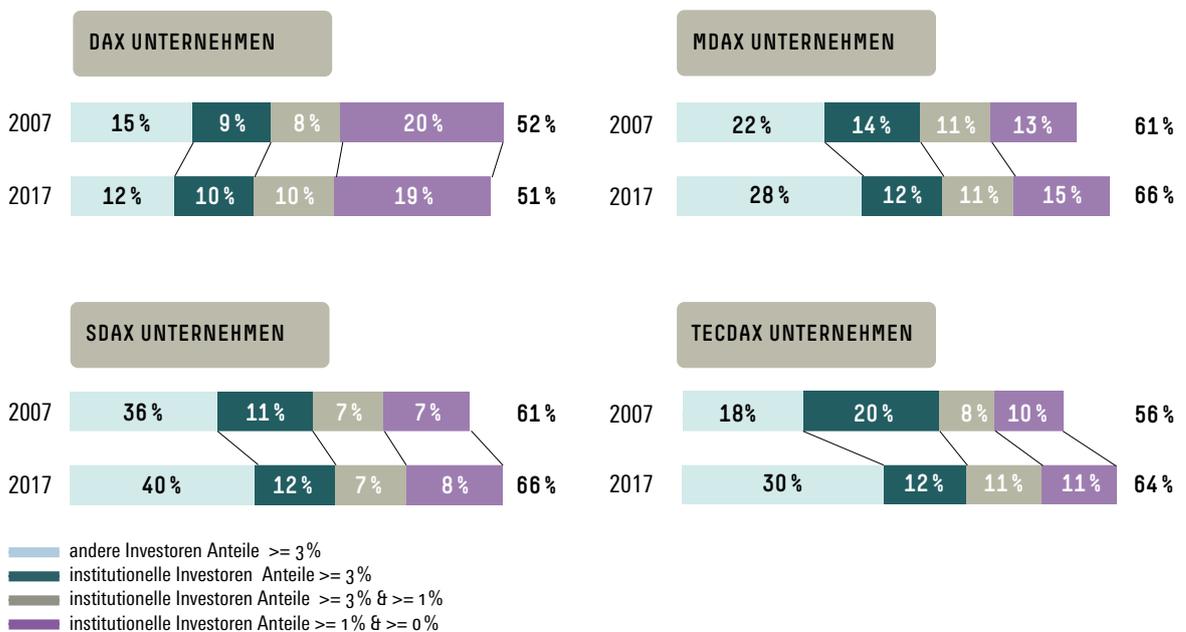
Vor dem Hintergrund der aktuellen Diskussion über die Relevanz passiv agierender institutioneller Investoren, d. h. Investoren, die den Markt bzw. einen Index hinsichtlich Zusammensetzung und Gewichtung abbilden und damit die Markttrendite generieren, scheinen die Ergebnisse in der Abbildung 8a beispielhaft zu sein. Während aktive Investoren hinsichtlich der absoluten Höhe der durchschnittlich gehaltenen Anteile in deutschen Prime Standard Unternehmen immer noch dominieren, spielen

passiv agierende Investoren eine zunehmende Rolle (vgl. **Abbildung 12**): Im Jahr 2017 machten ihre Anteile 14 Prozent aller von institutionellen Investoren gehaltenen Anteile im durchschnittlichen Prime Standard Unternehmen aus. Dabei scheinen passiv agierende Investoren die höchste deutsche Börsenliga zu favorisieren. So vereinten sie im durchschnittlichen DAX-30-Unternehmen 2017 mehr als 40 Prozent und im MDAX-Unternehmen mehr als 20 Prozent aller von institutionellen Investoren gehaltenen Anteile auf sich. Im Vergleich machten ihre Anteile in SDAX- und TecDAX-Unternehmen jeweils etwa 10 Prozent aller von institutionellen Investoren gehaltenen Anteile aus und lagen damit unter dem Prime Standard Durchschnitt. Damit sind passiv agierende Fonds auch in deutschen Unternehmen auf dem Vormarsch und stellen, gegeben ihrer passiv ausgerichteten Investmentstrategie, eine neue Herausforderung für das Corporate Governance System deutscher Unternehmen dar (für eine ausführliche Diskussion vgl. Sekanina 2018 sowie Bessler und Hockmann 2021).

Bezüglich der Relation der deutschen und ausländischen institutionellen Investoren im deutschen Prime Standard, lassen die Ergebnisse der Analyse das Folgende feststellen (vgl. **Abbildung 13**). Ausländische institutionelle Investoren sind über die

Abbildung 9

### Entwicklung Eigentümerstrukturen in vier DAX-Indizes



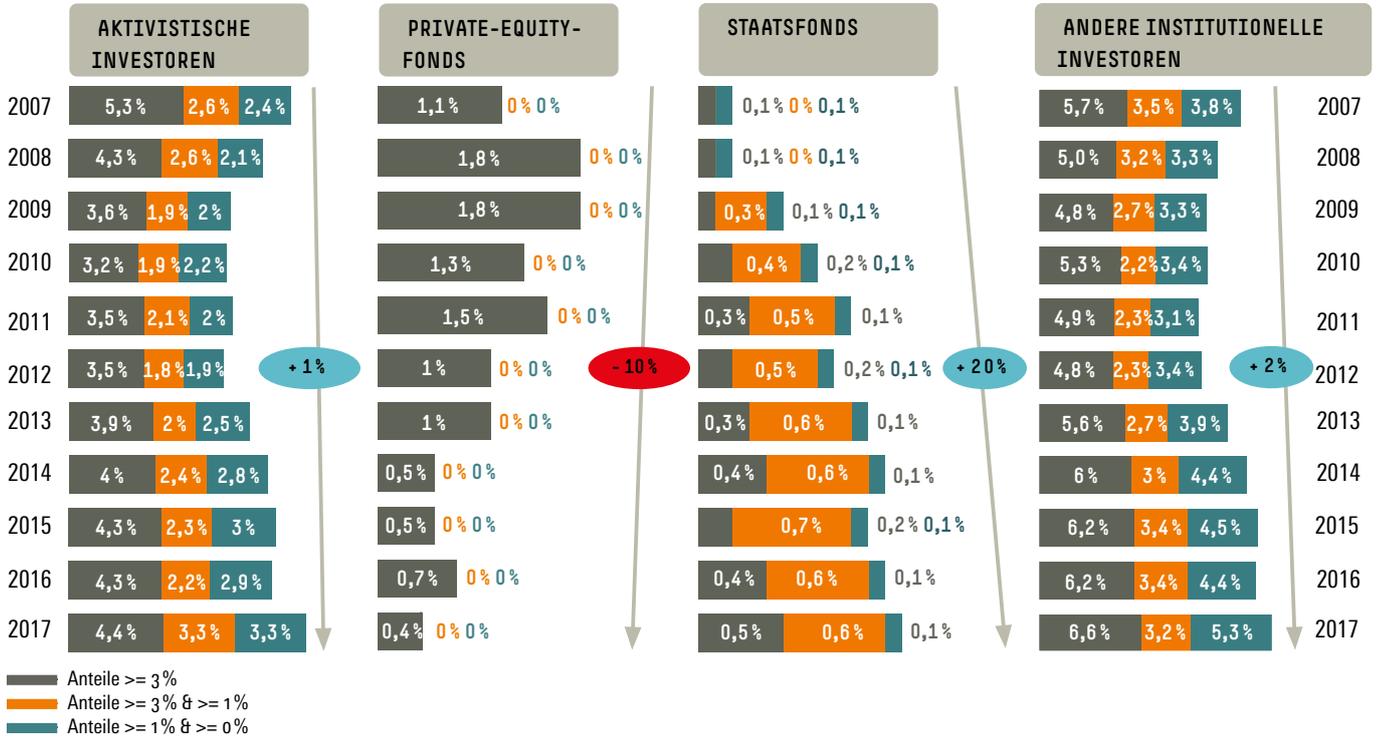
Quelle: eigene Analyse basierend auf Daten von Thomson Reuters



<sup>8</sup> Ergänzend ist anzumerken, dass die Beteiligung einer Private Equity-Gesellschaft an einem fortdauernd börsennotierten Unternehmen eine Ausnahme darstellt. Im Regelfall übernehmen diese Investoren das Zielunternehmen vollständig und nehmen es somit gänzlich von der Börse („Buyout“). Dieser Ausschnitt des M&A-Marktes ist jedoch nicht Gegenstand dieser Untersuchung.

### Durchschnittliche Anteile institutioneller Investoren nach Typen im Prime Standard

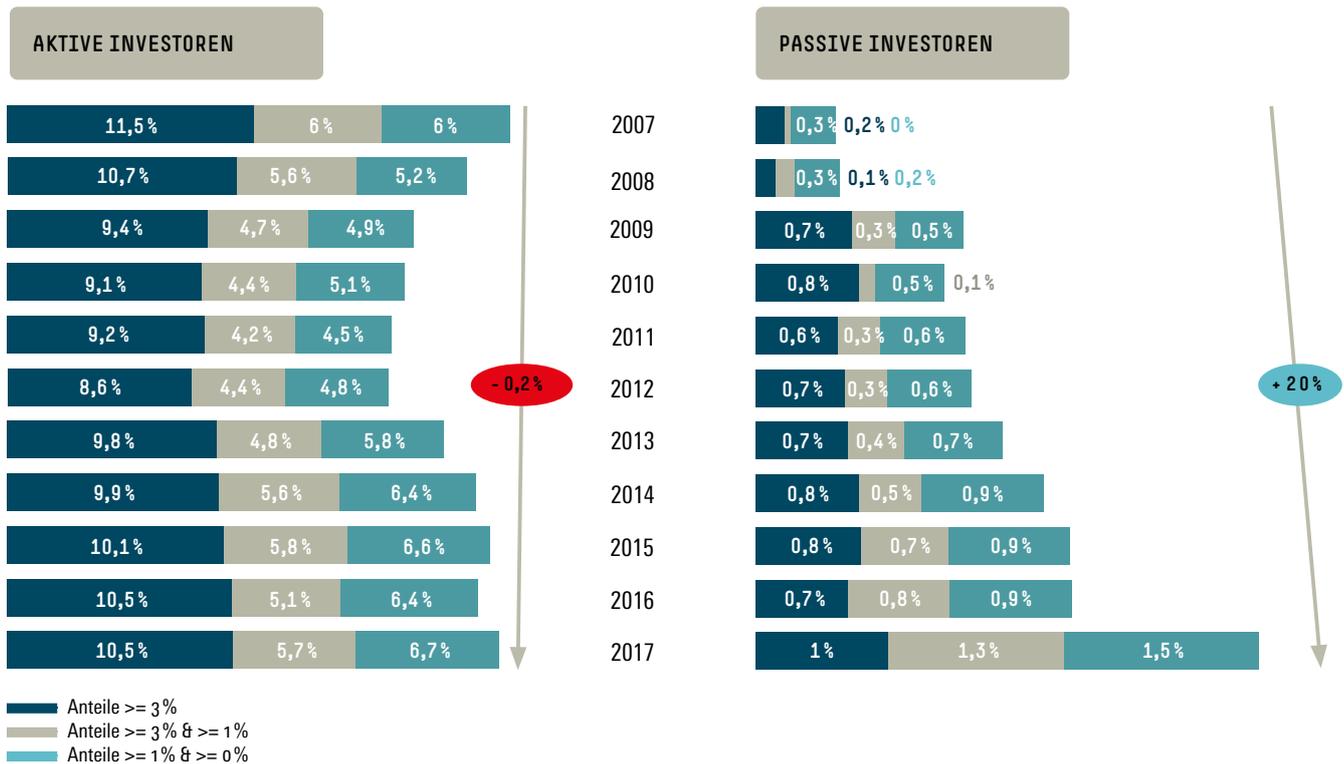
Die Grundgesamtheit für die Berechnung bilden Prime Standard Unternehmen, die in ihrer Eigentümerstruktur institutionelle Investoren (deren Anteile der Datenbank bekannt sind) ausweisen.



Quelle: eigene Analyse basierend auf Daten von Thomson Reuters

### Durchschnittliche Anteile institutioneller Investoren nach Investmentstrategien im Prime Standard

Die Grundgesamtheit für die Berechnung bilden Prime Standard Unternehmen, die in ihrer Eigentümerstruktur institutionelle Investoren (deren Anteile der Datenbank bekannt sind) ausweisen



Quelle: eigene Analyse basierend auf Daten von Thomson Reuters

Jahre (2007-2017) hinweg in deutschen Unternehmen stark vertreten. Insbesondere Anteile von Investoren aus Nordamerika weisen seit 2007 einen substantiellen Anstieg auf. Gleichzeitig lässt die Entwicklung der Anteile in der Stichprobe nicht feststellen, dass ausländische Investoren die inländischen überholt haben. Im Querschnitt betrachtet sind institutionelle Investoren aus den EU-Ländern in deutschen börsennotierten Unternehmen besonders stark engagiert, deren Anteile im Jahr 2017 durchschnittlich bei zehn Prozent lagen. Nordamerikanische Investoren kamen im Durchschnitt auf sieben Prozent, während institutionelle Anleger aus Deutschland entfielen acht Prozent. Institutionelle Anleger aus dem Rest der Welt machten lediglich 1,5 Prozent aus.

## Unternehmensgröße

Eine mögliche Determinante der Eigentümerkonzentration institutioneller Investoren ist die Größe des Unternehmens. Hierbei ist es anzunehmen, dass institutionelle, vor allem ausländische Anleger größere Unternehmen präferieren. Durch Notierungsanforderungen wie z. B. Berichterstattung in englischer Sprache, hohen Abdeckungsgrad durch Analysten sowie Aufmerksamkeit durch Medien wird den Anlegern in größeren Unternehmen ein höherer Grad an Transparenz gewährleistet. Dies wiederum reduziert Informationsasymmetrien und die Wahrscheinlichkeit, dass inländische Investoren einen Informationsvorsprung haben können (Tesar/Werner 1995). Die größeren Unternehmen gelten zudem als sicher, liquide und als solche mit stabilen Dividendenauszahlungen.

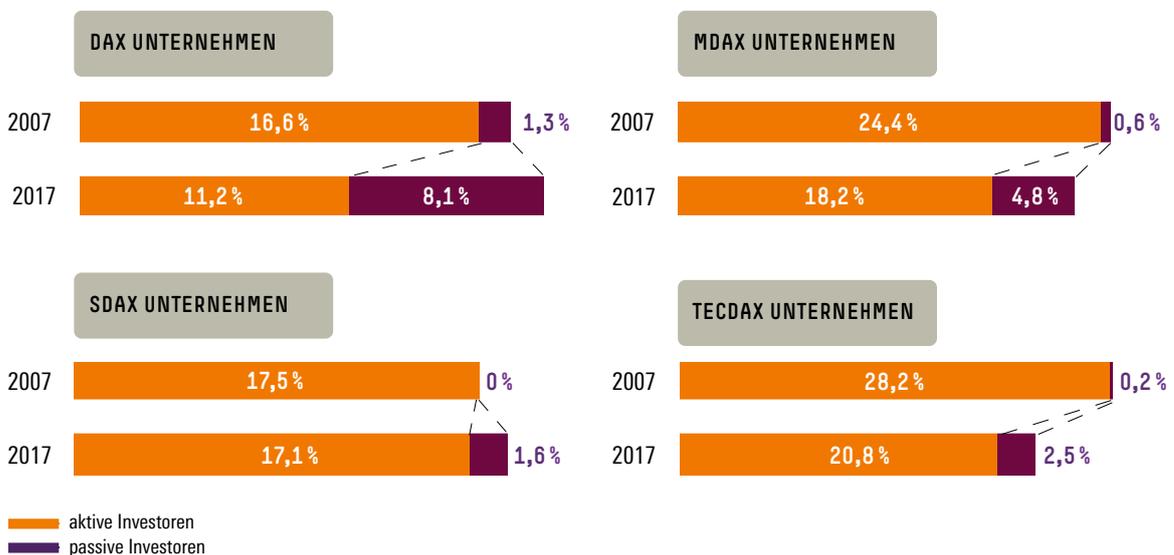
Im Einklang mit der aufgestellten Hypothese zeigen die Ergebnisse der Regressionsanalysen eine klare Präferenz institutioneller Investoren für größere Unternehmen (gemessen als natürlicher Logarithmus der Mitarbeiterzahl). So geht eine um ein Prozent zunehmende Unternehmensgröße mit einem zusätzlichen Anteil institutioneller Investoren von 0,02 Prozent einher. Qualitativ ähnliche Ergebnisse zeigen sich, wenn man nach Investorengruppen unterscheidet. Allerdings ist dieser Zusammenhang bei ausländischen institutionellen Investoren quantitativ am stärksten ausgeprägt. Dies korrespondiert mit den existierenden Forschungsstudien, die Evidenz dafür finden, dass Unternehmensgröße zu einem der wichtigsten Faktoren gehört, die Investitionsentscheidungen ausländischer institutio-

### 3.3 Ergebnisse der Regressionsanalyse

Das Ziel der Regressionsanalyse ist es, der Frage nachzugehen, welche Unternehmens- und Industrieigenschaften für institutionelle Anleger am attraktivsten sind und ob signifikante Abweichungen je nach Investorengruppe diesbezüglich existieren. Konkret wird im Rahmen der Regressionsanalyse der Zusammenhang zwischen Anteilen institutioneller Investoren und folgenden Unternehmens- und Industrieigenschaften untersucht: auf der Unternehmensebene sind es Unternehmensgröße und Existenz von anderen *Paketaktionären*; auf der Industrieebene sind es Profitabilität, Forschungs- und Entwicklungsintensität, materielle Vermögenswerte, Risiko und Wachstum.

Abbildung 12

#### Durchschnittliche Anteile institutioneller Investoren nach Investmentstrategien in vier DAX-Indizes



Quelle: eigene Analyse basierend auf Daten von Thomson Reuters

neller Investoren beeinflussen (z. B. Dahlquist/Robertsson 2001).

### Existenz von anderen Paketaktionären

Die Investitionsentscheidung von institutionellen Anlegern kann auch wesentlich dadurch beeinflusst werden, ob sonstige, vor allem strategische, dominante Aktionäre an Unternehmen beteiligt sind. Die theoretische Überlegung ist, dass Interessenkonflikte zwischen den beiden Eigentümerkategorien – strategische Aktionäre und institutionelle Investoren – entstehen können. Die Ziele von strategischen, dominanten Aktionären als beherrschende Kategorie werden dabei mit größerer Wahrscheinlichkeit Vorrang haben. Größere Aktionäre, wie z. B. Familien, können hierzulande private Vorteile aus der Führung des Unternehmens auf Kosten von Minderheitsaktionären ziehen (das Problem der Entzignung) (Fama/Jensen 1983; La Porta et al. 1998; Thomsen/Pedersen 2000). Insofern ist anzunehmen, dass institutionelle Anleger dazu tendieren, die Unternehmen mit dominanten strategischen Aktionären bei ihren Anlagen zu vermeiden. Allerdings gibt es anekdotische Evidenz, dass aktivistische

Investoren auch in Unternehmen mit vorhandenen größeren Aktionären schon aktiv geworden sind (z. B. Ströer SE & Co. KGaA und US-Hedge-Fond Muddy Waters, OHB und US-Finanzinvestor Guy Wyser-Pratte).

Die Ergebnisse der Regressionsanalyse zeigen, dass die Höhe der Anteile institutioneller Investoren und die Existenz von *Paketaktionären* (gemessen als der (meldepflichtige) Anteilsbesitz nicht-institutioneller Investoren, siehe Kapitel „Untersuchungsdesign“) in einem negativen Zusammenhang zueinander stehen. Dies gilt für alle betrachteten Investorengruppen. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass institutionelle Anleger Unternehmen mit sonstigen *Paketaktionären* im Durchschnitt eher meiden. Daher können *Paketaktionäre* als präventiver, natürlicher Mechanismus gegen institutionellen Investoren angesehen werden.

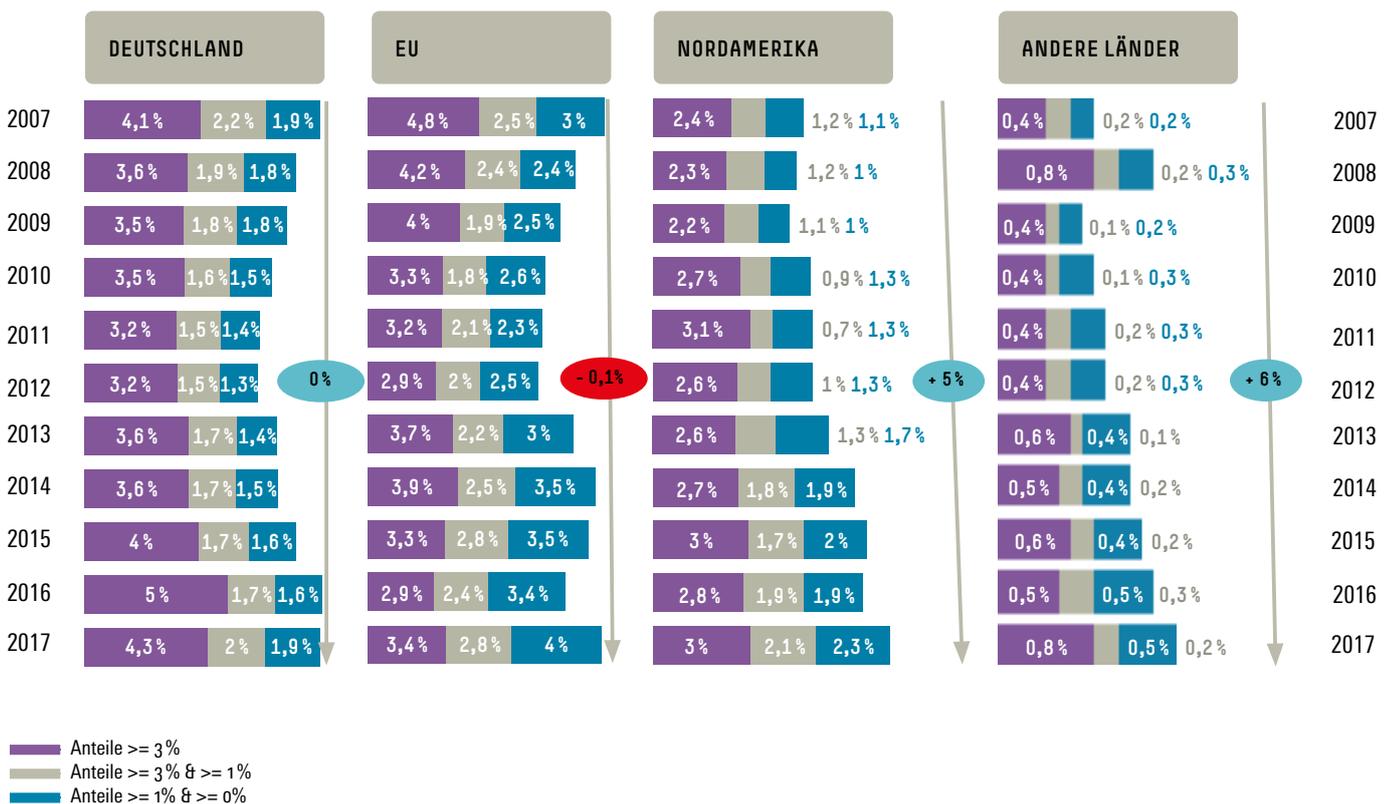
### Profitabilität (Industrie)

In Bezug auf Profitabilität (gemessen als 10-Jahres rollierender Industriemedian von dem Verhältnis des EBITs zur Bilanzsumme), ist zu erwarten, dass institutionelle Investoren die Unternehmen in Industri-

Abbildung 13

### Durchschnittliche Anteile institutioneller Investoren nach geographischer Herkunft im Prime Standard

Die Grundgesamtheit für die Berechnung bilden Prime Standard Unternehmen, die in ihrer Eigentümerstruktur institutionelle Investoren (deren Anteile der Datenbank bekannt sind) ausweisen



Quelle: eigene Analyse basierend auf Daten von Thomson Reuters

en, die durch höhere Profitabilität gekennzeichnet sind, präferieren. Die Ergebnisse der Regressionsanalysen zeigen, dass die Hypothese für alle Typen außer *Aktivistischer Investoren* untermauert werden kann. Für die letzteren zeichnet sich ein negativer Zusammenhang ab, allerdings ohne statistische Signifikanz. Dies korrespondiert allerdings mit den Angriffen aktivistischer Investoren auf die meist bereits angeschlagenen Konzerne (vgl. z. B. boerse.ARD.de 2019 „Dax-Konzern im Würgegriff aktivistischer Investoren“).

### **Forschung -und Entwicklungsintensität (Industrie)**

Forschungs- und Entwicklungsintensität (F&E) wurde in früheren U.S.-Studien verwendet, um die Kurzsichtigkeit – „Myopia“ – institutioneller Investoren zu testen. Die Ergebnisse dieser Studien ergeben, dass institutionelles Eigentum positiv mit der F&E-Intensität verbunden ist (Baysinger et al. 1991; Hessel/Norman 1992; Wahal/McConnell 1998). Ein ähnliches Muster lassen auch die anderen Ergebnisse dieser Studien erkennen. Hohe Anteile institutioneller Investoren finden sich im Durchschnitt insbesondere in Unternehmen, welche in Industrien mit relativ hoher F&E-Intensität (gemessen als 10-Jahres rollierender Industriemedian von dem Verhältnis der F&E-Ausgaben zur Bilanzsumme) tätig sind. Dieses Ergebnis gilt allerdings nicht für reine *Aktivistische Investoren*, *ausländische* sowie *passiv* agierende institutionelle Investoren. Für diese Gruppen konnte keine signifikante Korrelation mit der R&D-Intensität festgestellt werden. Die Ergebnisse weisen darauf hin, dass institutionelle Investoren in Bezug auf die F&E-Ausgaben im Durchschnitt nicht kurzfristig zu sein scheinen. Dies betrifft eher bestimmte Gruppen, die Unternehmen mit kurzfristig erwarteter Ertragsentwicklungen bevorzugen.

### **Materielle Vermögenswerte (Industrie):**

Neben der zuvor diskutierten F&E-Intensität stellt sich die Frage, ob ein relativ höherer Anteil an materiellen Vermögenswerten in einem Unternehmen für institutionelle Anleger zusätzliche Anreize darstellt oder entgegengerichtet wirkt. Grundsätzlich bedeutet ein höheres Sachanlagevermögen größere Sicherheiten. Gleichzeitig verfügen Unternehmen mit geringeren Sachgütern vermutlich über einen höheren Anteil an immateriellen Vermögenswerten (z. B. Humankapital und Innovation), um Cashflows zu generieren (Yuan et al. 2008). Die Ergebnisse zeigen, dass die Anteilshöhe institutioneller Anleger und die Höhe von materiellen Vermögenswerten (gemessen als 10-Jahres rollierender Industriemedian von dem Verhältnis der Sachanlagen zur Bilanzsumme) in einem signifikant negativen Verhältnis zueinanderstehen. Diesbezüglich können auch keine Unterschiede im Anlageverhalten diverser Investorengruppen festgestellt werden.

### **Risiko (Industrie)**

Frühere Untersuchungen haben ergeben, dass institutionelle Investoren im Allgemeinen Unternehmen mit einem geringeren unsystematischen Risiko bevorzugen (Cready 1994; Falkenstein 1996; Gompers/Metrick 2001).<sup>9</sup> Im Einklang mit bisherigen Studien zeigen die Ergebnisse der Regressionsanalysen ebenfalls eine negative Korrelation zwischen Anteilen institutioneller Anleger und dem Risiko für deutsche Prime Standard Unternehmen (gemessen als 10-Jahres rollierender Industriemedian von dem Verhältnis der Anzahl von Beobachtungen mit dem negativen EBIT zur Anzahl von allen Beobachtungen).

### **Wachstum (Industrie):**

Da stark wachsende Unternehmen häufig eher jüngere Unternehmen sind, setzt sich das Management aus Gründern bzw. Anteilseignern zusammen. Dies impliziert wiederum, dass Letztere einen deutlichen Informationsvorsprung im Gegensatz zu anderen Investoren (inkl. die institutionellen) haben (Smith/Smith, 2000). Aufgrund dessen ist anzunehmen, dass institutionelle Anleger stark wachsende Unternehmen eher meiden. Ein signifikanten negativen Zusammenhang zwischen den hohen Anteilen institutioneller Investoren und den Unternehmen in stärker wachsenden Industrien (gemessen als 10-Jahres rollierender Industriemedian von dem Umsatzwachstum) findet sich in der untersuchten Stichprobe allerdings nur für ausländische und aktive Investoren, hierzulande explizit für *Aktivistische Investoren*. Für die restlichen Gruppen sowie für institutionelle Investoren als Ganzes konnte in der Studie keine Evidenz gefunden werden.

## **4 ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK**

Das Ziel der vorliegenden Studie war, die Situation auf dem deutschen Markt bezüglich der Entwicklung von Eigentümerstrukturen zu beleuchten. Der Fokus lag dabei auf der quantitativen Bedeutung der von institutionellen Investoren gehaltenen Anteile und deren Entwicklung von 2007 bis 2017. Hierbei wurden die institutionellen Investoren nach unterschiedlichen Gruppen differenziert und einzeln untersucht. Zugleich wurde mit Hilfe von multivariaten Regressionsanalysen der Frage nachgegangen, welche Unternehmen institutionelle Investoren für ihre Kapitalanlagen bevorzugen.

Die Ergebnisse der deskriptiven Analysen legen nahe, dass die Eigentümerstruktur deutscher Prime

<sup>9</sup> Unsystematisches Risiko meint hier das spezifische Risiko des jeweiligen Unternehmens oder seiner Branche.

Standard Unternehmen immer noch durch *Großaktionäre* geprägt ist, obwohl der Anteil an Unternehmen, die über keinen *Großaktionär* verfügen, über die Jahre zunimmt. Während sich die Konzentration des meldepflichtigen Anteilsbesitzes seit 2007 kaum verändert hat, ist ein beachtlicher Anstieg der berichteten Anteile unter drei Prozent zu beobachten, welcher in der Regel durch die von institutionellen Investoren gehaltenen Anteile hervorgerufen wird. Insbesondere in DAX-Unternehmen spielen die nicht-meldepflichtigen Anteile institutioneller Investoren eine zunehmend wichtige Rolle.

Eine Differenzierung der von institutionellen Investoren gehaltenen Anteile nach Investorengruppen zeigt dabei über die Jahre hinweg teilweise konträre Entwicklungen. Während die Bedeutung von *Private-Equity-Fonds* zurückging, wuchs die Bedeutung von *Staatsfonds* deutlich an. Ein Wachstumsboom erlebten ebenfalls die *passiv agierenden Fonds*, insbesondere bei den großen Gesellschaften. So vereinen passiv agierende Investoren in

der durchschnittlichen DAX-30-Gesellschaft heute mehr als 40 Prozent aller von institutionellen Investoren gehaltenen Anteile auf sich.

Die Ergebnisse der Regressionsanalyse ergeben, dass hohe Anteile institutioneller Investoren sich insbesondere in großen Unternehmen finden, die wenig sonstige *Paketaktionäre* haben, und sich in Industrien mit relativ hoher F&E-Intensität, vergleichsweise geringen materiellen Vermögenswerten sowie geringem Risiko befinden. Qualitativ gilt das über alle Investorengruppen hinweg, während sich quantitativ Unterschiede in Bezug auf die Unternehmensgröße und die Präsenz von sonstigen *Paketaktionären* ergeben.

Weitere Forschung ist erforderlich um aufzuzeigen, welche Auswirkungen institutionelle Investoren als Anteilseigner auf deutsche Unternehmen haben können und welche Corporate Governance Effekte daraus jeweils entstehen. Relevant sind auch die Implikationen, die sich daraus für Unternehmen aber auch für die Politik ergeben.

Infobox 2

### Die Autoren

*Prof. Dr. Wolfgang Bessler* ist Deutsche Börse Seniorprofessor für empirische Kapitalmarktforschung an der Universität Hamburg, Mitglied im Center for Financial Studies an der Goethe Universität Frankfurt und forscht an der Universität Groningen. Zudem ist er Mitglied im „Institut für Kapitalmarktforschung“ der DekaBank und im European Shadow Financial Regulatory Committee sowie Mitherausgeber mehrerer internationaler Journals. Er hat mehr als 130 Artikel in akademischen Journals publiziert und über 400 Vorträge auf Konferenzen gehalten. Seine Forschungsgebiete sind Corporate Finance, Börsen und Asset Management.

[wolfgang.bessler@uni-hamburg.de](mailto:wolfgang.bessler@uni-hamburg.de)

*Prof. Dr. Marc Steffen Rapp* ist Professor für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Controlling an der Philipps-Universität Marburg. Forschungsschwerpunkte im Bereich Unternehmensfinanzierung, -strategie und Corporate Governance. Wissenschaftlichen Beirat der Hans-Böckler-Stiftung, wiss. Ko-Direktor des Marburg Centre for Institutional Economics (MACIE), affiliert mit dem Center for Corporate Governance an der Copenhagen Business School (Dänemark) und Partner der Beratungsboutique „The Business and Governance Consultants“.

[mrsr@m-s-rapp.de](mailto:mrsr@m-s-rapp.de)

## WÜRDIGUNG DER ERGEBNISSE AUS SICHT DER HANS-BÖCKLER-STIFTUNG

Die Studienergebnisse zeigen, dass die Jahre nach der Finanzkrise in den Anteilseigner-Strukturen der börsennotierten Gesellschaften anhaltende Verschiebungen mit sich gebracht haben, die jedoch in den unterschiedlichen Börsenindizes unterschiedlich stark ausgeprägt sind. Inwieweit dem DAX-30, der in einigen Punkten die deutlich stärksten Veränderungen aufweist, möglicherweise eine Vorreiterrolle zukommen könnte, wird die Zukunft zeigen. Dennoch sind die Entwicklungen in diesem Index allein aufgrund der Vielzahl an Beschäftigten in diesen - demnächst 40 - Unternehmen, von weitreichender Bedeutung.

Betrachtet man die Ergebnisse der Studie im Einzelnen, so ist zunächst auf den deutlichen Rückgang der börsennotierten Gesellschaften insgesamt einzugehen. Die Alternativen zur Börsennotierung, die hinter dieser Entwicklung vermutet werden können, reichen von Fusionen und Übernahmen durch strategische Wettbewerber bis zum „Buyout“ durch einen Private Equity-Investor. Wie wünschenswert diese Entwicklung in jedem Einzelfall für die Lage der Beschäftigten ist und war, kann hier tatsächlich nicht pauschal bewertet werden. Problematisch sind allemal solche Fälle, in denen v. a. ein Rückzug vom deutschen Finanzplatz stattgefunden hat, um eine Notierung in einem schwächer regulierten Umfeld anzustreben. Gerade Strategien, die auf diesem Wege auch eine Aushebelung der Mitbestimmung durch Sitzverlagerung oder Rechtsformwechsel bezwecken, sind natürlich in höchstem Maße bedenklich und lassen an den häufig vorgebrachten Bekenntnissen vieler Unternehmen zum Stakeholder-Value und „Purpose“ zweifeln.

Von Interesse sind jedoch auch solche Delisting-Entscheidungen, die gefällt wurden, um Strategieprozesse der Kurzfristigkeit zu entziehen, die z. B. über Quartals- und Adhoc-Berichterstattung oder aktivistische Aktionärsattacken in die Unternehmenspolitik Einzug halten kann. Dass der Rückzug von der Börse hier ggf. mehr Spielräume - gerade für längerfristig Transformationsprozesse - bieten kann, sollte als Kritikpunkt am derzeitigen Börsenumfeld ernst genommen werden.

Mit Blick auf die veränderten Anteilseigner-Strukturen ist eine ganze Reihe von Erkenntnissen festzuhalten, die für Fragen der Mitbestimmung und die Corporate Governance-Debatte von Belang sind:

- 1 Ein gewachsener Anteil von Unternehmen ohne einen Groß- bzw. Ankeraktionär bei gleichzeitig zunehmendem Streubesitz ist den Mechanismen des Kapitalmarkts deutlich stärker ausgesetzt als jene Unternehmen, die noch über Investoren mit einer Sperrminorität verfügen. Gerade die geringe Hauptversammlungs-Präsenz von Kleinanlegern kann einzelnen Investoren, man denke hier z. B. an aktivistische Hedge Fonds, ein überproportionales Gewicht verleihen. Gerade bei Investoren mit eher kurzfristigen Investment-Horizonten ist dies im Sinne einer nachhaltigen bzw. langfristigen Ausrichtung des Unternehmens keine wünschenswerte Entwicklung.
  - 2 Der Bedeutungsanstieg institutioneller Anleger im DAX-30 ist ambivalent zu sehen. Viele dieser Anlagegesellschaften weisen langfristige Anlagehorizonte auf, die auch aus Arbeitnehmerperspektive wünschenswert sind. Gerade aber das angelsächsische Gepräge vieler Investoren hinsichtlich ihrer Corporate Governance Politik birgt auch die Gefahr, das Unternehmensinteresse vorrangig auf die Interessen der Anteilseigner auszurichten und Bekenntnisse zu Nachhaltigkeit und Stakeholder-Orientierung zu Lippenbekenntnissen verkommen zu lassen.<sup>10</sup>
  - 3 Der vielfach berichtete Boom passiver Indexfonds spiegelt sich derzeit vorrangig in den Eigentümerstrukturen des DAX-30 wider. Kritisch ist zu vermerken, dass sich hinter dieser Fonds-Kategorie eine relativ begrenzte Zahl von Anbietern verbirgt, deren Branche sich momentan in einem fortwährenden Konzentrationsprozess befindet. Neben den US-Unternehmen BlackRock, Vanguard und StateStreet verfügen noch eine Handvoll europäischer Indexfonds-Anbieter über nennenswerte Anteile an den DAX-Unternehmen. Dass gerade das Gewicht der großen US-Marktführer noch zunehmen dürfte und so Anteilsbesitze an Unternehmen auch innerhalb ganzer Branchen bei ihnen gebündelt werden, wirft nicht zuletzt Wettbewerbs-Fragen („common ownership“) auf.
  - 4 Die von vielen institutionellen Anlegern präferierte Förderung bilateraler Investorengespräche mit dem Management und die unter dem irreführenden Begriff „Aktionärsdemokratie“ firmierende Stärkung der Hauptversammlung laufen im ungünstigsten Fall auf eine schleichende Entmachtung des Kontrollorgans Aufsichtsrat und der dort vertretenden Belegschaftsvertreter hinaus. Auch wenn die sächlichen Machtverschiebungen in einzelnen Unternehmen sehr unterschiedlich ausfallen
- 1 Ein gewachsener Anteil von Unternehmen ohne einen Groß- bzw. Ankeraktionär bei gleichzeitig zunehmendem Streubesitz ist den Mechanismen des Kapitalmarkts deutlich stärker ausgesetzt als jene Unternehmen, die noch über Investoren mit einer Sperrminorität verfügen. Gerade die geringe Hauptversammlungs-Präsenz von Kleinanlegern kann einzelnen Investoren, man denke hier z. B. an aktivistische Hedge Fonds, ein überproportionales Gewicht
  - 10 Gerade im Kontext der laufenden Debatten um die Implementierung von Nachhaltigkeitsfaktoren (ESG = ecological, social, governance) in Anlageentscheidungen sei auf eine Umfrage des Deutschen Aktieninstituts DAI unter Fondsmanagern aus dem Jahr 2019 verwiesen (<https://bit.ly/3yiEBqU>). Anstelle den Governance-Begriff entsprechend des Verständnisses der UN-Nachhaltigkeitsziele (u. a. Korruptionsbekämpfung, Steuerehrlichkeit, moderate Managementvergütung) auszulegen, wird er in vielen Statements zu einer einseitigen Priorisierung des Aktionärschutzes bzw. der Aktionärsinteressen umgedeutet und der Arbeitnehmerseite im Aufsichtsrat dagegen die Unabhängigkeit abgesprochen.

geachtet werden, nicht defacto eine Entwicklung zuzulassen, die einer tatsächlich Stakeholder-orientierten Unternehmenspolitik und einer wirksamen Kontrolle des Managements im Aufsichtsrat entgegensteht.

Die im abschließenden Teil der Studie ermittelten Charakteristika von Unternehmen, die eine höhere Beteiligung institutioneller Investoren begünstigen, beinhalten teilweise Ergebnisse, die logisch erwartbar waren, so z. B. eine geringe Anzahl sonstiger Paketaktionäre oder die hohe Profitabilität der betreffenden Unternehmen. Industriepolitisch sollte sicherlich ein Augenmerk darauf gelegt werden, dass auch eine Tendenz institutioneller Anleger

besteht, sich eher an Unternehmen zu beteiligen, die über eine geringe Sachanlagequote verfügen. Zwar liegt es nahe, dass Unternehmen mit einem stärkeren Anteil immaterieller Vermögenswerte (z. B. Software oder Patente) in Zeiten der Digitalisierung potenziell attraktive Ertragschancen bieten können. Dennoch sollte auch die besondere Stärke der deutschen Industrie in anwendungsbezogenen Innovationen nicht unterschätzt werden, die immer noch das Fortbestehen physischer Produktionsanlagen voraussetzt. Es wäre insofern problematisch, einen hohen Anteil von Sachwerten in der Bilanz künftig pauschal als Makel eines Unternehmens misszudeuten.

## GLOSSAR

**Aktivistische Investoren:** Eine Untergruppe der institutionellen Investoren, welche neben aktiver Aktienauswahl, realisiert über Long- und Shortpositionen, auch die Kommunikation und Interaktion mit dem Management und weiterer Stakeholder des Unternehmens als Teil des operativen Geschäftsmodells ansieht. In der empirischen Analyse wurde diese Gruppe auf Basis der ThomsonONE Investor Types and Sub-Types Klassifikation konstruiert und fasst dabei „pure play“ Hedge-Fonds und Anlagegesellschaft, die sowohl „traditionelle“ als auch „alternative“ Anlagetechniken einsetzen, zusammen. vgl. Thomson Reuters Glossar, ThomsonONE Investor Types and Sub-Types

**Andere institutionelle Investoren:** Die Gruppe „Andere institutionelle Investoren“ bilden Banken und Treuhandgesellschaften („Trusts“), Stiftungsfonds („Endowment Funds“ & „Foundations“), Versicherungsgesellschaften („Insurances“), Vermögensberater („Investment Advisors“)<sup>11</sup>, Pensionskassen, Risikokapitalgesellschaften („Venture Capital“) und (unabhängige) Forschungsunternehmen ((independent) „Research Firms“). Eigene Zusammenfassung; Bezeichnungen von Investorengruppen sind der Logik von ThomsonONE Banker entnommen

**CDAX:** Abkürzung für Composite-DAX. Der CDAX ist ein minutlich ermittelter Index der Deutschen Börse. Der Index setzt sich zusammen aus allen inländischen Aktien, die zum Amtlichen Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen sind. Der CDAX wird in 19 weitere Branchenindizes unterteilt. Es erfolgt eine Bereinigung um Bezugsabschlüsse und Dividendenzahlungen, d. h. der CDAX ist ein Performance-Index. vgl. <https://www.boerse.de/boersenlexikon/CDAX> [02.12.2021]

**Großaktionär:** Als Großaktionär wird in der Studie ein Anteilseigner einer Gesellschaft bezeichnet, welcher mindestens 25 Prozent der Stimmrechte sein Eigen nennt. Eine Untergruppe der Großaktionäre sind die im Volksmund als Ankeraktionäre bekannten Investoren, welche sich – etwa laut Duden – verlässlich (in dem Sinne von maßgeblich und langfristig) an einem Unternehmen beteiligen.

**Hedge-Fond:** Ist eine Verwaltungsgesellschaft, die über ihre Produkte aggressive Strategien anwenden darf, die für Investmentfonds nicht verfügbar sind, darunter Leerverkäufe, Hebelgeschäfte, Programmhandel, Swaps, Arbitragegeschäfte und Derivate. Oft sind Hedge-Fonds eher intransparent, weil sie riskante Anlagestile verwenden und auch hohe Nettoinvestoren einbeziehen. Da sie gesetzlich auf weniger als 100 Anleger beschränkt sind, beträgt die Mindestinvestition in der Regel 1 Million US-Dollar. [Thomson Reuters Glossar, ThomsonONE Investor Types and Sub-Types]

**Institutionelle Investoren:** Institutionelle Investoren sind als Unternehmen organisierte Kapitalsammelstellen gegründet, mit dem Ziel das Kapital der Kapitalgeber entsprechend bestimmter Regeln und Ziele zu investieren. Institutionelle Investoren finden sich beispielsweise unter den

in § 67 Abs. 2 WpHG definierten „professionelle Kunden“ von Wertpapierdienstleistungsunternehmen, welche „über ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um ihre Anlageentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken angemessen beurteilen zu können“. In der empirischen Analyse wurde diese Gruppe auf Basis der ThomsonONE Investor Types Klassifikation konstruiert. vgl. Thomson Reuters Glossar, ThomsonONE Investor Types and Sub-Types

**Multivariate Analysemethoden:** Multivariate Analysemethoden beschäftigen sich mit der Betrachtung mehrdimensionaler Daten (Merkmalsausprägungen). Multivariate oder mehrdimensional bedeutet hier, dass ein Objekt durch mehr als ein Merkmal ausgeprägt ist. D. h., mit multivariaten Analysemethoden kann ein z. B. vermuteter Zusammenhang zwischen Daten (Dauer der Arbeitslosigkeit, Ausbildungsniveau) geprüft oder gar erst entdeckt werden. vgl. <https://www.faes.de/Basis/Basis-Lexikon/Basis-Lexikon-Multivariate/basis-lexikon-multivariate.html> [26.09.2019]

**Paketaktionär:** Als Paketaktionär wird in der Studie ein Anteilseigner einer Gesellschaft bezeichnet, welcher mindestens 3 Prozent der Stimmrechte sein Eigen nennt.

**Prime Standard:** Das höchste Transparenzlevel für börsennotierte Unternehmen, das über die gesetzlichen Mindestanforderungen des Regulierten Marktes hinausgeht. Der Prime Standard ist auf Unternehmen des Regulierten Marktes zugeschnitten, die sich auch auf internationale Investoren ausrichten wollen. Sie müssen über das Maß des General Standard hinaus hohe internationale Transparenzanforderungen erfüllen. So müssen sie quartalsweise über ihr Geschäft berichten (Quartalsfinanzbericht oder Quartalsmitteilung), Ad-hoc-Mitteilungen auch in Englisch veröffentlichen und mindestens eine Analystenkonferenz pro Jahr abhalten. Nur Unternehmen, die zum Prime Standard zugelassen sind, können in die Auswahlindizes Dax, MDax, TecDax oder SDax aufgenommen werden. vgl. <https://boerse.ard.de/boersenwissen/boersenlexikon/prime-standard-100.html> [26.09.2019]

**Private-Equity-Fond:** Unternehmen, die in Private-Equity-Anlagen investieren (d. H. In Privatbesitz befindliche Unternehmen). Sie stellen Beteiligungsfinanzierungen für kleine und mittlere Unternehmen bereit, die in einer Vielzahl von Branchen tätig sind. Sie konzentrieren sich häufig auf Management-Buy-outs, Branchenkonsolidierungen, die Re-Kapitalisierung bestehender Geschäfte und andere Private-Equity-Gelegenheiten. Thomson Reuters Glossar, ThomsonONE Investor Types and Sub-Types

**Staatsfond (Sovereign Wealth Fund):** Geldpools, die aus den Reserven eines Landes stammen und für Investitionszwecke reserviert werden, die den Bürgern und der Wirtschaft zugutekommen. Thomson Reuters Glossar, ThomsonONE Investor Types and Sub-Types

<sup>11</sup> Investment Advisor sind Anlageberater, die bei der Securities and Exchange Commission registriert sind, und die Vermögenswerte für Privatkunden und Institute verwalten. [Thomson Reuters Glossar, ThomsonONE Investor Types and Sub-Types]

- Alhashel, Bader (2015):** Sovereign wealth funds. A literature review. In: Journal of Economics and Business 78, 1-13.
- Baysinger, Barry D / Kosnik, Rita D / Turk, Thomas A. (1991):** Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. In: The Academy of Management 34, S. 205-214.
- Bebchuk, Lucian / Hirst, Scott (2019):** Index funds and the future of corporate governance. Theory, evidence, and policy. In: Columbia Law Review 119 (forthcoming).
- Beck, Thorsten / Kaserer, Christoph / Rapp, Marc Steffen (2015):** Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im Deutschen Finanzsystem. Zustand und Entwicklungsperspektiven. In: Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie, S. 1-216.
- Bessler, Wolfgang / Beyenbach, Johannes / Rapp, Marc-Steffen / Vendrasco, Marco (2021):** The Global Financial Crisis and Stock Market Migrations: An Analysis of Family and Non-Family Firms in Germany. In: International Review of Financial Analysis 74, 2021, 101692.
- Bessler, Wolfgang / Book, Thomas (2021):** Strategien zur nachhaltigen Finanzierung der Zukunft.
- Bessler, Wolfgang / Hockmann, Heinz (2016):** The Growth and Changing Role of Passive Investments: A Critical Perspective on Index Mutual Funds and Exchange Traded Funds. In: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 28, S. 406-426.
- Bessler, Wolfgang / Hockmann, Heinz (2021):** Passive Investments. In: Investment Banking, hrsg. von H. Hockmann and F. Thiessen, 357-380
- Deutschlands - Die Leistungsfähigkeit unseres Kapitalmarkts:** Was wir tun müssen, um das Potenzial zu nutzen. Hrsg. Deutsche Börse AG.
- Bessler, Wolfgang / Drobetz, Wolfgang / Holler, Julian (2015):** The returns to hedge fund activism in Germany. In: European Financial Management 21, S. 106-147.
- Boerse.ARD:** <https://boerse.ard.de/boersenwissen/boersengeschichten/dax-konzern-im-wuergegriff-aktivistischer-investoren100.html> [Abruf am 24.09.2019].
- Bolton, Patrick / Li, Tao / Ravina, Enrichetta / Rosenthal, Howard (2019):** Investor ideology. In: SSRN working paper No. w25717.
- Chang, Saeyoung / Mayers, David (1995):** Who Benefits in a Negotiated Block Trade? In: Financial Management 41, S. 703-731.
- Cready, William (1994):** Determinants of relative investor demand for common stocks. In: Journal of Accounting, Auditing & Finance 9, S. 487-507.
- Dahlquist, Magnus / Robertsson, Göran (2001):** Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics. In: Journal of Financial Economics 59, S. 413-440.
- Davis, E. Philip / Steil, Benn (2001):** Institutional Investors, Cambridge MA, MIT Press.
- Deutsche Bundesbank (2014):** Eigentümerstruktur am deutschen Aktienmarkt. Allgemeine Tendenzen und Veränderungen in der Finanzkrise. In: Monatsbericht September 2014, S. 19-33.
- Dimeg, Jörg / Asmussen, Jörg / Mentré, Gilles (2017):** „Shareholder Activism“ ist ein Verhalten, keine Investorenklasse. In: Board 2/2017, 92-94.
- Elhauge, Einer (2016):** Horizontal Shareholding. In: Harvard Law Review 129, 1267-1317.
- Falkenstein, Eric (1996):** Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holdings. In: The Journal of Finance 51, S. 111-135.
- Fama, Eugene F / Jensen, Michael C. (1983):** Separation of ownership and control. In: Journal of Law and Economics 26, S. 301-325.
- Faust, Michael / Thamm, Lukas (2015):** Wie viel „Finanzmarktkapitalismus“ gibt es in Deutschland? Indikatoren der Kontroll-Finanzialisierung von 1990 bis heute. In: Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Bildung und Forschung, S. 1-112.
- Fichtner, Jan (2019):** The Rise of Institutional Investors. In: Mader, Philip / Mertens, Daniel / van der Zwan, Natascha (2020): The Routledge international handbook of financialization, London, New York, Routledge
- Fichtner, Jan / Heemskerk, Eelke M. / Garcia-Bernardo, Javier (2017):** Hidden power of the Big Three? Passive index funds, reconcentration of corporate ownership, and new financial risk. In: Business and Politics 19, Special Issue 2, S. 298-326.
- Gompers, Paul / Metrick, Andrew (2001):** Institutional investors and equity prices. In: The Quarterly Journal of Economics 116, S. 229-259.
- Hermann, Herald (2017):** Börsennotierte Wohnungsunternehmen als neue Akteure auf dem Wohnungsmarkt. Börsengänge und ihre Auswirkungen. In: Studie im Auftrag des Bundesinstituts für Bau-, Stadt- und Raumforschung im Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung, S. 1-175.
- Hessel, Christopher / Norman, Morton (1992):** Financial characteristics of neglected and institutionally held stocks. In: Journal of Accounting, Auditing & Finance 7, S. 313-330.
- Holderness, Clifford G. (2003):** A Survey of Blockholders and Corporate Control. In: Economic Policy Review 9, S. 51-64.
- Erik Hummitzsch (2019):** Nicht nur in Deutschland nehmen Public-to-Private-Deals zu. In: Finance-TV, <https://www.finance-magazin.de/tv/deals/deutschland/nicht-nur-in-deutschland-nehmen-public-to-private-deals-zu-5437/> [Abruf am 06.01.2022]
- La Porta, Rafael / Lopez de Silanes, Florencio / Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W. (1998):** Law and finance. In: Journal of Political Economy 106, S. 1113-1155.
- Pagano, Marco / Von Thadden, Ernst-Ludwig. (2004):** The European bond markets under EMU. In: Oxford Review of Economic Policy 20, S. 531-554.
- Rapp, Marc S. / Wolff, Michael (2010):** Determinanten der Vorstandsvergütung. Eine empirische Untersuchung der deutschen Prime-Standard-Unternehmen. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 80, S.1075-1112.
- Rose, Paul (2010):** On the role and regulation of proxy Advisors. In: Michigan Law Review First Impressions 109, 62-68.

**Sekanina, Alexander (2018):** Finanzinvestoren und Mitbestimmung, Reihe Mitbestimmungsreport Nr. 42, [https://www.imu-boeckler.de/fpdf/HBS-006866/p\\_mbf\\_report\\_2018\\_42.pdf](https://www.imu-boeckler.de/fpdf/HBS-006866/p_mbf_report_2018_42.pdf)  
[Abruf am 02.12.2021].

**Smith, Richard L/Smith, Janet K. (2000):** Entrepreneurial finance. 2. Auflage, New York: John Wiley & Sons.

**Sushko, Vladyslav/Turner, Grant (2018):** The implications of passive investing for securities markets. In: BIS Quarterly Review, S. 113-131.

**Tesar L.L/Werner I. M. (1995):** Home Bias and High Turnover. In: Journal of International Money and Finance 14, S. 467-493.

**Thomsen, Steen/Pedersen, Torben (2000):** Ownership structure and economic performance in the largest European companies. In: Strategic Management Journal 21, S. 689-705.

**Wahal, Sunil/McConnell, John J. (1998):** Do institutional investors exacerbate managerial myopia. In: Journal of Corporate Finance 6, S. 307-329.

**Windolf, Paul (2020):** Aufstieg und Auflösung der Deutschland AG (1896-2010). Unternehmensverflechtung in Deutschland, Frankreich und in den USA. In: Careja, Romana/Emmenegger, Patrick/Giger, Nathalie (Hrsg): The European Social Model under Pressure, Wiesbaden: Springer VS, S. 69-88.

**Yuan R/Xiao JZ/Zou H (2008):** Mutual funds' ownership and firm performance. Evidence from China. In: Journal of Banking and Finance 32, S. 1552-1565.

Das I.M.U. (Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung der Hans-Böckler-Stiftung) berät und qualifiziert Arbeitnehmervertreterinnen und Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsräten, Betriebs- und Personalräten sowie Arbeitsdirektorinnen und Arbeitsdirektoren. Demokratie lebt von Mitbestimmung. Wir fördern eine Kultur, in der Menschen sich einbringen, mitentscheiden und mitgestalten können. Im Alltag und am Arbeitsplatz.



## TWITTER

---

Wie wollen wir morgen arbeiten und leben? Wie können wir Mitbestimmung im Zeitalter von Digitalisierung und Globalisierung sichern? Mehr Informationen über #zukunftmitbestimmung auf unserem Twitterkanal:

<https://twitter.com/ZukunftMB>



## MITBESTIMMUNGSPORTAL

---

Arbeitnehmervertreterinnen und Arbeitnehmervertreter benötigen umfangreiches Orientierungs- und Handlungswissen: aktuell, kompakt und passgenau auf ihre Bedürfnisse zugeschnitten. Das bietet das Mitbestimmungsportal der Hans-Böckler-Stiftung.

<https://www.mitbestimmung.de>



## MITBESTIMMUNG DURCH PRAXISWISSEN GESTALTEN

---

Betriebs- und Dienstvereinbarungen zeigen: Betriebliche Praxis gestaltet heute gute Arbeit von morgen. Wir stellen Beispiele vor, bei denen sich Mitbestimmungsakteure und Arbeitgeberinnen und Arbeitgeber auf Regelungen verständigt haben, um Folgen digitaler und technologischer Entwicklungen positiv im Sinne der Beschäftigten mitzubestimmen.

<https://www.boeckler.de/betriebsvereinbarungen>

## IMPRESSUM

### Herausgeber

Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung (I.M.U.)  
der Hans-Böckler-Stiftung  
Georg-Glock-Straße 18, 40474 Düsseldorf  
Telefon +49 (211) 77 78-17 2

<https://www.mitbestimmung.de>

### Pressekontakt

Rainer Jung, +49 (211) 77 78-15 0  
[rainer-jung@boeckler.de](mailto:rainer-jung@boeckler.de)

Satz: I.M.U.

### Redaktion

Alexander Sekanina, Referat Wirtschaft  
Hans-Böckler-Stiftung, Telefon: +49 (211) 77 78-168  
[alexander-sekanina@boeckler.de](mailto:alexander-sekanina@boeckler.de)

### Ausgabe

Mitbestimmungsreport Nr. 71, 02. 2022

ISSN 2364-0413



„Die Rolle institutioneller Investoren als Eigentümer börsennotierter Gesellschaften in Deutschland“ von Prof. Dr. Wolfgang Bessler und Prof. Dr. Marc Steffen Rapp ist unter der Creative Commons Lizenz Namensnennung 4.0 International lizenziert (BY).

Diese Lizenz erlaubt unter Voraussetzung der Namensnennung des Urhebers die Bearbeitung, Vervielfältigung und Verbreitung des Materials in jedem Format oder Medium für beliebige Zwecke, auch kommerziell.

Den vollständigen Lizenztext finden Sie hier:

<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode.de>

Die Bedingungen der Creative Commons Lizenz gelten nur für Originalmaterial. Die Wiederverwendung von Material aus anderen Quellen (gekennzeichnet mit Quellenangabe) wie z. B. von Abbildungen, Tabellen, Fotos und Textauszügen erfordert ggf. weitere Nutzungsgenehmigungen durch den jeweiligen Rechteinhaber.