
Bedeutsame institutionelle Finanzinvestoren an deutschen Börsen

Expertise für die Hans-Böckler-Stiftung

Michael Faust, Jürgen Kädtler, Lukas Thamm:

März 2011

Inhalt

	Seite
Bedeutsame institutionelle Finanzinvestoren an deutschen Börsen	1
1.1 Fragestellung	1
1.2 Quellen	2
1.3 Vorgehen	3
1.4 Grenzen der Aussagekraft aufgrund von Quellen	5
2. Bedeutsame Finanzinvestoren in DAX-30 Unternehmen	6
3. Schätzung der Mindesthaltdauern bedeutsamer Investoren	17
4. Philosophien, Anlagestrategien und Shareholder Activism ausgewählter bedeutsamer Investoren aus Selbstbeschreibungen	28
4.1 Investmentphilosophien	29
4.2 Adressaten/Kunden	30
4.3 Anlagestrategien	32
4.4 Aussagen zu Shareholder Activism	34
4.5 Corporate Governance Forderungen/Erwartungen	36
4.6 Aussagen zu Haltdauern	39
5. Fazit	39
Literaturverzeichnis	40

Michael Faust, Jürgen Kädtler, Lukas Thamm:

Bedeutsame institutionelle Finanzinvestoren an deutschen Börsen

1.1 Fragestellung

Zu den Grundprämissen gängiger Theorien zur Herausbildung eines „Finanzmarktkapitalismus“ (Windolf 2005) gehören die Annahmen, dass die Haltedauern von Unternehmensbeteiligungen allgemein stark zurückgehen, und dass diese steigende Umschlagshäufigkeit für eine zunehmende Kurzfristigkeit von Unternehmensstrategien verantwortlich ist, diese geradezu erzwingt. Mit Blick auf die deutschen Verhältnisse wird dieser Zusammenhang auch als Übergang von ‚geduldigem‘ zu ‚ungeduldigem‘ Kapital apostrophiert. Bei genauerem Hinsehen wird freilich deutlich, dass dabei viel assoziative Verknüpfung bei zum Teil wenig Detailfreude in der Analyse im Spiel ist. Das betrifft einmal die eigentümliche Unbekümmertheit, mit der Fragen der Unternehmensfinanzierung und der Unternehmensbeteiligungen vermischt, und in diesem Zusammenhang bankbasierte börsenorientierten Systemen der Unternehmensfinanzierung gegenüber gestellt werden. Demgegenüber ist festzuhalten, dass die Frage der Kontinuität oder Diskontinuität von Unternehmensbeteiligungen an sich wenig mit der Fristigkeit von Unternehmensfinanzierungen zu tun hat. Zum andern aber ist alles andere als eindeutig, was eine Verkürzung durchschnittlicher Haltedauern von Unternehmensbeteiligungen für die Kontinuität oder Diskontinuität von Unternehmensstrategien tatsächlich besagt. Kann zunehmende Kurzfristorientierung von Unternehmen, diese Tendenz einmal unterstellt, auf die Zunahme kurzfristiger Anlagestrategien an den Börsen zurückgeführt werden?

Um sich der Beantwortung dieser Frage anzunähern erscheint es notwendig, die unterschiedlichen Investorentypen genauer in den Blick zu nehmen, deren Verhalten in jener allgemeinen Tendenz zu durchschnittlich verkürzten Umschlagszeiten von Unternehmensbeteiligungen resultiert, und dabei insbesondere auch die möglichen und tatsächlichen Strategien in Bezug auf Unternehmen als das realwirtschaftliche Objekt (vgl. Faust/Bahn Müller 2007; Faust et al. 2010). Es deutet einiges darauf hin, dass die seit einiger Zeit festzustellende Beschleunigung (vgl. DAI 2008) auf den (nicht nur US-amerikanischen) Aktienmärkten zurückzuführen ist auf High-Frequency oder Algo-Trader sowie auf passiv gemanagte Fonds, deren Strategien keinen Bezug zum realwirtschaftlichen Referenzobjekt und dessen Wertentwicklung haben (vgl. bspw.: Die ZEIT, 12.05.2010). Im Übrigen hat die steigende Umschlagshäufigkeit nicht zwingend etwas mit einem Wechsel von geduldigem Kapital zu ungeduldigem Kapital zu tun, weil bei den Käufen und Verkäufen auf dem Sekundärmarkt weder Geld zum Unternehmen fließt noch von ihm abfließt. Die Bewegungen auf dem Sekundärmarkt sind allenfalls preisrelevant.

Für die Frage nach der Beeinflussung börsennotierter Unternehmen durch die „neuen Eigentümer“ sind hingegen vor allem solche Investoren interessanter, die in ihren Strategien auf die Entwicklungen des realwirtschaftlichen Referenzobjekts Bezug nehmen. Darunter können sich neben Pensions- und Investmentfonds (gelegentlich auch untypische Private Equity

Fonds) und Versicherungen auch sogenannte „Event driven“ Hedgefonds befinden (vgl. Spindler/Schmidt 2008), die aber unter den Hedgefonds nur eine kleine Minderheit darstellen. Mit der Auswahl der „bedeutsamen“ Investoren nach der unten vorgenommenen Definition dürften wir genau auf diesen Typ von Investor treffen, der einen Bezug zum realwirtschaftlichen Referenzobjekt aufweist. Die Vermutung ist hierbei, dass die Wahrscheinlichkeit der kommunikativen Interaktion mit den börsennotierten Unternehmen und damit auch potentiell der Einflussnahme mit höheren Anteilen auch größer ist.

Auf Grund dieser Annahme, soll in der Studie dazu den folgenden Forschungsfragen nachgegangen werden:

Um einen Überblick darüber zu erlangen, wie sich diese institutionellen Finanzinvestoren ausdifferenzieren, soll zuerst identifiziert werden, welche institutionellen Anleger im Bereich der Unternehmen des DAX 30 vertreten sind.

Es sollen Anlageprofile der institutionellen Investoren ausgemacht werden, im Hinblick auf ihre Beteiligungen an Unternehmen des DAX 30 und darüber hinausgehenden, um anschließend zu ermitteln, wie lange Investitionen gehalten werden und welche Unterschiede sich diesbezüglich nach Anlegern und gegebenenfalls auch nach Unternehmen ergeben.

Weiterhin soll festgestellt werden, wie sich Strategien identifizierter Anleger (unter Zuhilfenahme qualitativer Informationen) spezifizieren lassen, bzw. an welchen Kriterien sich diese Strategien orientieren. Hier soll auch der Aktivismus-Aspekt nicht außer Acht gelassen werden, also die Beziehung des Investors zum Unternehmen analysiert werden, um darzustellen, ob die Strategien der institutionellen Anleger das realwirtschaftliche Objekt ernst nehmen oder allgemein überhaupt Beziehungen zwischen den Parteien bestehen. Wenn möglich sollen an dieser Stelle Aussagen zur Beeinflussung der Unternehmen und zur Ausprägung dieser Einwirkungen getroffen werden.

Schlussendlich sollen potentielle (augenscheinliche) Verbindungen zwischen Anlageprofilen bzw. -strategien und verschiedenen Anlegerkategorien recherchiert und aufgezeigt werden.

1.2 Quellen

Als primäre Quellen werden für die Untersuchung öffentlich zugängliche Datenbanken genutzt, namentlich die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) veröffentlichte und auf der Website der BaFin einsehbare Datenbank zu „Bedeutenden Stimmrechtsanteilen an inländischen Gesellschaften, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind“ und das „Unternehmensregister“.

In dieser Datenbank zu „Bedeutenden Stimmrechten nach § 21 WpHG“ hat die BaFin auf der Basis der veröffentlichten Stimmrechtsanteile eine konsolidierte Übersicht über die Stimmrechtsanteile an deutschen Gesellschaften, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, erstellt, wobei die Daten auf der Grundlage der Veröffentlichungsbelege aktualisiert werden, die durch die börsennotierten Gesellschaften übersandt wurden.

Die Angaben zu den Stimmrechtsanteilen beruhen ausschließlich auf Daten, die von der BaFin den Veröffentlichungen in überregionalen Börsenpflichtblättern (vor dem 20. Januar 2007) bzw. dem elektronischen Unternehmensregister, welches in dieser Untersuchung ebenfalls als Quelle dient, entnommen wurden.

Das Unternehmensregister (www.unternehmensregister.de) ist laut eigener Angabe die zentrale Plattform für die Speicherung rechtlich relevanter Unternehmensdaten. Hier werden alle wichtigen veröffentlichungspflichtigen Daten über deutsche Unternehmen zentral zusammengeführt und für Interessenten elektronisch abrufbar bereitgestellt. Das Unternehmensregister enthält die Daten des elektronischen Bundesanzeigers und wird durch das zur Verlagsgruppe M. DuMont Schauberg gehörende Unternehmen Bundesanzeiger Verlags GmbH betrieben.

Sekundäre Quellen für qualitative und quantitative Informationen zu Anlegern und Fonds, sowie deren Typus, Anlagestrategien, Portfoliostrukturen und aktivistischen Tätigkeiten sind Selbstdarstellungen, Fondsprospekte und (je nach Informationspflichten) Jahres- und Halbjahresberichte der Fonds, welche auf den Homepages der jeweiligen Investoren bereitgehalten werden. Auch zusätzliche Informationen, wie qualitative Fondratings von Morningstar.de oder Artikel in Fachzeitschriften und Zeitungen sollen in der Untersuchung berücksichtigt werden.

1.3 Vorgehen

Die Debatte um Eigentümerinteressen ist bislang eher pauschal. Es fehlen typisierte Untersuchungen zur quantitativen Verteilung und zu den Anlagestrategien von Fonds, welche zumindest auch in Aktien investieren (Aktienfonds, Mischfonds, Hedgefonds). Aus diesem Grund soll diese Studie einen ersten Beitrag leisten, um empirische Kenntnisse zum Zusammenhang von institutionellen Anlegern, deren Anlageprofilen und -strategien und Realwirtschaft zu erlangen und die Ausdifferenzierung institutioneller Investoren in deutschen Börsen darstellen.

Im ersten Erhebungsschritt werden bedeutsame in- und ausländische institutionelle Investoren in den DAX30-Unternehmen anhand ihrer meldepflichtigen Stimmrechtsanteile identifiziert. Es wird mit erfasst, um welchen Typ von Investor es sich bei den „bedeutsamen“ Investoren handelt.

Seit dem Jahr 2007 sind Stimmrechtsanteile ab einer Höhe von 3% meldepflichtig und können über die oben erwähnte BaFin-Datenbank erhoben werden. Institutionelle Investoren gelten also in dieser Erhebung als bedeutsam, wenn sie an einem Unternehmen des DAX 30 mit 3% oder mehr beteiligt sind.

Die Bedeutsamkeit der Investoren kann weiter dadurch bestimmt werden, dass ihre meldepflichtigen Stimmrechtsanteile an börsennotierten Unternehmen außerhalb des DAX 30 einbezogen werden. Das ist über die Datenbank zu „Bedeutenden Stimmrechtsanteilen an inlän-

dischen Gesellschaften, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind“ möglich¹.

Dem Fokus der Untersuchung entsprechend werden bedeutsame Nicht-Finanzinvestoren bzw. bedeutsame Beteiligungen, welche von Familien oder einzelnen Personen (welche häufig als „Ankerinvestoren“ auftreten) gehalten werden, nicht in die Betrachtung einbezogen. Im Zuge des ersten Erhebungsschritts werden sie allerdings zwangsläufig ebenfalls identifiziert, was Aussagen über die Kapitalmarktexposition² der einzelnen Unternehmen zulässt.

Unter Finanzinvestoren sollen Akteure verstanden werden deren Hauptanlagemotivation erwartete Wertsteigerungsgewinne bei späterer Wiederveräußerung des Investitionsobjektes oder die laufenden Erträge aus dem Investitionsobjekt sind. Als „Ankerinvestor“ werden hier langfristig orientierte strategische Investoren bezeichnet, die signifikante Beteiligungen an einem Unternehmen (möglichst über Jahrzehnte) halten und loyal zur Unternehmensführung sowie eher zurückhaltend agieren. Ankerinvestoren treten häufig auf, um das Unternehmen vor Übernahmeversuchen zu schützen oder die Aktionärsbasis zu stabilisieren. Es gibt aber auch strategische Investoren, deren Fokus auf der Verbindung des Investitionsguts mit dem eigenen Geschäft liegt.

Die oben getroffene Auswahl „bedeutsamer“ Investoren dürfte dazu führen, dass wir genau auf die Investoren treffen, die einen Bezug zum realwirtschaftlichen Referenzobjekt aufweisen. Wie erwähnt gehen wir von der Annahme aus, dass die Wahrscheinlichkeit der kommunikativen Interaktion mit den börsennotierten Unternehmen und damit auch der potentiellen Einflussnahme mit höheren Anteilen größer ist. Gerade bei diesen für die Beeinflussung der realwirtschaftlichen Unternehmenswelt bedeutsamsten Investoren, finden wir womöglich das Gegenstück zu den oben erwähnten High Frequency Tradern, die hauptsächlich für die durchschnittlichen Anstieg der Umschlagsgeschwindigkeit verantwortlich sind. Dies analysieren wir in Teil 3 genauer. Was – womöglich nach Strategie variierend – hieraus für die Beeinflussung der Unternehmen folgt, wollen wir exemplarisch im vierten Teil der Studie erläutern.

Der zweite Erhebungsschritt besteht in der Identifizierung von Haltedauern institutioneller Anleger oberhalb der Schwelle von 3% Stimmrechtsanteil.

Einen ersten Hinweis auf Haltedauern gibt die BaFin-Datenbank, welche immer den aktuellen Stand wiedergibt. Es wird hier jeweils das Datum der letzten Stimmrechtsmitteilung angegeben, worüber ersichtlich ist, seit wann keine mitteilungspflichtigen Schwellen mehr über- oder unterschritten wurden. Aufgrund der ausschließlichen Information über die letzten übermittelten Stimmrechtsmitteilungen ergeben sich Grenzen in der Aussagekraft, auf welche im Folgenden noch eingegangen wird.

Die Datenbank des Unternehmensregisters ermöglicht darüber hinaus eine Rekonstruktion aller meldepflichtigen Ereignisse seit 2007 und damit genauere Rückschlüsse auf Haltedauern über der 3%-Schwelle. Außerdem lassen sich über die zusätzlichen Informationen des Unter-

1 Aus Aufwandsgründen wird die Analyse der Investitionen an Unternehmen außerhalb des DAX 30 beschränkt bleiben auf die Börsenindizes MDAX und TecDAX.

2 Zum Begriff der Kapitalmarktexposition vgl. die Erläuterungen in Abschnitt 3.

nehmensregisters weitere Investoren identifizieren, welche (aufgrund erloschener Stimmrechte) in der BaFin-Datenbank nicht existent sind und dennoch bedeutend sein könnten.

Im dritten Erhebungsschritt sollen qualitative und quantitative Informationen über den Typ der institutionellen Investoren, Anlagestrategien, die Portfoliostrukturen, Shareholder Activism-Tätigkeiten und Haltedauern analysiert werden.

Die Recherche wird in diesem Schritt über die Selbstbeschreibungen der institutionellen Anleger vollzogen, welche über die Homepages der jeweiligen Kapitalanlagegesellschaften einzusehen sind. Je nach Herkunftsland stehen für diesen Teil der Erhebung zusätzliche Informationen in Form von Jahres- oder Halbjahresberichte zur Verfügung. Hier werden ebenfalls qualitative Fondratings von Morningstar.de berücksichtigt, sowie Informationen aus themenbezogenen Artikeln und Aufsätzen in Fachzeitschriften und (Wirtschafts-)Zeitungen.

Die vertiefende Analyse wird sich exemplarisch auf im ersten Erhebungsschritt identifizierte, besonders relevante institutionelle Investoren beschränken und ebenfalls aus Relevanz- und Aufwandsgründen reduziert sein auf zum Stichtag des 15.4. 2010 gehaltene bedeutsame Investitionen in den DAX 30 Unternehmen, um eine für die Entwicklung der deutschen Wirtschaft repräsentative Auswahl darzustellen.

1.4 Grenzen der Aussagekraft aufgrund von Quellen

Die 3%-Schwelle, deren Überschreitung die erste Grenze darstellt, ab welcher eine Investition in deutschen börsennotierten Unternehmen meldepflichtig wird, stellt auch eine Grenze der Möglichkeit dar, institutionelle Investoren und ihre Beteiligungen zu identifizieren. Andere Anleger, die mit weniger als 3% der Stimmrechtsanteile in einem Unternehmen investiert sind, können über die amtlichen Datenbanken nicht erfasst werden und fallen für die Analyse aus.

Allgemein liegen die Schwellen, deren Über- und Unterschreitung jeweils eine Mitteilungspflicht auslöst bei 3%, 5 %, 10 %, 15%, 20%, 25 %, 30%, 50 % und 75 %. Nicht sehr problematisch ist für die Analyse im Übrigen, dass Veränderungen des Stimmrechtsanteils zwischen den Schwellenwerten keine Mitteilungspflicht auslösen.

Die BaFin-Datenbank enthält als Information zur Beschreibung der Eigentumsverhältnisse in einem Unternehmen nur die jeweils letzte meldepflichtige Mitteilung, woraus sich Probleme für die Identifizierung der Haltedauern ergeben. Institutionelle Anleger könnten beispielsweise vor der letzten Mitteilung schon mit einem kleineren Stimmrechtsanteil in einer Gesellschaft investiert gewesen sein, und mit der Überschreitung der 5%-Hürde erneut meldepflichtig werden. Weil aber nur diese letzte Mitteilung in der BaFin-Datenbank wiedergegeben wird, ergeben sich folglich Diskrepanzen zwischen der zunächst angenommenen und der realen Haltedauer. Bei einer Verminderung der Stimmrechtsanteile unter eine meldepflichtige Schwelle verhält es sich selbstverständlich ebenso.

Eine weitere Grenze der Aussagekraft aufgrund der Quellen besteht im Betrachtungszeitraum. Die BaFin-Datenbank zu "Bedeutenden Stimmrechten nach § 21 WpHG" enthält Stimm-

rechtsmitteilungen, welche vor 2007, und damit vor der Novellierung des Wertpapierhandelsgesetzes, entstanden. Zu diesem Zeitpunkt war die 5%-Grenze die erste Schwelle ab der ein Anleger meldepflichtig wurde, wodurch die (in der Datenbank vorhandenen) Stimmrechtsanteile mit Haltedauern, welche über 3 Jahre betragen, notwendigerweise über 5% liegen.

Im Übrigen stellt die Genauigkeit der BaFin-Daten ein Problem dar. In der Datenbank wird zu meldepflichtigen Ereignissen nicht das reale Datum der Investition, sondern das Datum der Stimmrechtsmitteilung angegeben, wodurch sich Diskrepanzen bei der Ermittlung von Haltedauern ergeben. So wird beispielsweise auch eine mehrere Monate nach der ursprünglichen Mitteilung veröffentlichte Korrektur als neue Stimmrechtsmitteilung eingetragen, womit die Daten ebenfalls unpräzise werden.

Die Datenbank des „Unternehmensregisters“ beschränkt sich von vornherein auf den Zeitraum ab 2007, wodurch institutionelle Investoren mit Anlagen, welche schon vor diesem Jahr gehalten wurden, in den Daten nicht vorhanden sind oder zumindest erstmals mit einer Mitteilung nach 2007 auftauchen und damit die Identifizierung der Haltedauer verfälschen.

Im Übrigen sind die Selbstbeschreibungen der Investoren auf ihren verschiedensprachigen Homepages teilweise nicht sehr übersichtlich gestaltet, wodurch einige Informationen nicht ersichtlich sein könnten. Außerdem liegen Selbstdarstellungen erwartungsgemäß in der Verantwortung der Darstellenden, was Glaubwürdigkeitsdefizite fördern kann oder angegebene Informationen wenigstens überprüfbar erscheinen lässt

Generell lässt sich sagen, dass alle Einschränkungen, denen wir aufgrund der Datenlage unterliegen, eher zu Unterschätzungen der Haltedauer führen. Selbst bei der mit den hier vorgestellten Mitteln längsten Haltedauer eines Investors kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Haltedauer real nicht doch länger ist. Insofern sind die vorgestellten Daten immer Mindesthaldauern.

2. Bedeutsame Finanzinvestoren in DAX-30 Unternehmen

Im Folgenden sind die über die BaFin-Datenbank identifizierten Investoren mit ihren jeweiligen Beteiligungen und deren Umfang an Unternehmen aus dem Börsenindex DAX 30 in Tabellenform angegeben. Die Daten sind ergänzt um die Beteiligungen der Anleger an Unternehmen der Indizes MDAX und TecDAX. Wie oben erwähnt sind hier grundsätzlich nur bedeutsame Finanzinvestoren interessant. Aus diesem Grund werden lediglich entsprechende Investoren erfasst und zur näheren Beschreibung die folgenden Kategorisierungen verwendet:

Kategorisierungen / Typen von Anlegern bzw. Finanzinvestoren:

- 1 = Kapitalanlagegesellschaft
- 2 = Bank
- 3 = Versicherung
- 4 = Staatsfond
- 5 = Mutual (Investment-)Fund
- 0 = Sonstige inkl. Hedgefonds

Anleger aus der Kategorie der Kapitalanlagegesellschaften können Eigentum einer Bank oder Versicherung sein, während Investoren nur in die Kategorie der Banken fallen wenn sie direkt Beteiligungen halten und nicht über von ihnen aufgesetzte Fonds. Zur dritten Kategorie (Versicherungen) muss hier erläutert werden, dass angenommen werden kann, dass Versicherungen heute eher Finanzinvestoren sind, was aber nicht immer zutrifft. So hält die Allianz beispielsweise (durch die Veräußerung der Dresdner Bank) Anteile an der Commerzbank. In diese Kategorie fallen also Investoren, die generell der Versicherungsbranche zuzuordnen sind. Auf Grund mangelnder Informationen kann im Übrigen bei Staatsfonds spekuliert werden, dass diese ebenfalls als „strategische“ Ankerinvestoren auftreten können, welche das Risiko eines Unternehmens für eine möglicherweise ungewollte Übernahme durch Finanzinvestoren verringern und deshalb von Unternehmensführungen bevorzugt werden könnten.

Herkunft des Investors:

1 = Deutschland

2 = EU außer D & UK

3 = UK

4 = USA

5 = Sonstige

6 = Offshore

Dabei zählen nach unserem Verständnis zur letzten Kategorie sogenannte Steueroasen, also Finanzplätze, deren Standorte sich durch eine geringe Finanzmarktaufsicht und -regulierung, niedrige Steuern sowie meist ein hohes Maß an Vertraulichkeit auszeichnen.

Die Einteilung der untenstehenden Tabelle ist anhand der Anlegertypen getroffen, angefangen mit den Kapitalanlagegesellschaften. Die Reihenfolge der Investoren in der jeweiligen Kategorie ist alphabetisch.

In der Tabelle wird eine Stichtagsbetrachtung zum Datum des 15.4.2010 abgebildet.

Anleger	Typ	Region	DAX-Beteiligungen Beteiligungen in %	inkl.	Weitere Beteiligungen an MDAX- und TecDAX-Unternehmen
BlackRock Inc.	1	4	Adidas AG 5,21 Allianz SE 4,93 BASF SE 5,4 Bayer AG 5,01 Daimler AG 3,9 Deutsche Bank AG 5,05 Deutsche Börse AG 4,92 Deutsche Lufthansa AG 4,65 Deutsche Post AG 3,18 Deutsche Telekom AG 3,34 E.ON AG 4,8 Fresenius Medical Care 3,09 Infineon AG 5,11 K+S AG 3,17 Linde AG 3,23 MAN SE St 3,00 Merck KGaA 5,1 Münchener Rück AG 4,58 RWE AG St 4,57 Salzgitter AG 4,84 SAP AG 3,21 Siemens AG 3,92 ThyssenKrupp AG 3,01		Bilfinger Berger AG 5,4 Celesio AG 3,1 GEA Group AG 10,06 Klöckner & Co. SE 3,01 Südzucker AG 3,04 TUI AG 5,1 Wincor Nixdorf AG 4,99 Aixtron AG 3,09 Phoenix Solar AG 3,07 Q-Cells AG 3,08 Roth & Rau AG 5,7

Capital Research and Management Company	1	4	Adidas AG 5,01 Bayer AG 10,0179 Beiersdorf AG 5,02 Commerzbank AG 5,035 Deutsche Börse AG 3,03 K+S AG 5,201 Linde AG 9,93 Merck KGaA 9,787 SAP AG 3,19	Continental AG 5,139 Fraport AG 5,082 FuchsPetrolub AG Vz 3,004 Heidelberger Druckm. AG 3,14 MTU Aero Engines Holding AG 7,71 Symrise AG 5,27 WINCOR NIXDORF AG 5,01 Pfeiffer Vacuum Technology 5,87
Dodge & Cox	1	4	Infineon Technologies AG 9,95	LANXESS AG 10,25
Fidelity Management & Research Company	1	4	Deutsche Börse AG 3,11 Fresenius SE Vz 4,09	GEA GROUP AG 3,05 HeidelbergCement AG 3,1 Rheinmetall AG 5,08 SGL Carbon AG 5,09 Aixtron AG 4,89 Centrotherm photovoltaics 3,02 Kontron AG 6,14 Manz Automation 3,06 Roth&Rau AG 3,48
Franklin Templeton	1	4	Deutsche Börse 3,01 Merck KGaA 3,01	Klöckner & Co SE 9,89 Rhön-Klinikum AG 5,07 Jenoptik AG 3,35
Invesco PLC	1	6/4	Adidas 5,087	Bilfinger Berger AG 4,99
Silchester International	1	3	Henkel KGaA 3,01	
Sun Life Financial	1	5	Deutsche Börse AG 3,34 Linde AG 5,1098 Merck KgaA 9,96659	Symrise AG 5,02
Banco Santander	2	2	Commerzbank AG 5,11	
Barclays Bank	2	3	Merck KGaA 5,6	MTU Aero Engines Holding 3,06
The Bank of Butterfield & Son	2	6	K+S AG 15,001	
The Bank of NY Mellon	2	4	Adidas AG 3,0745	Bilfinger Berger AG 3,7 Praktiker Baumärkte 5,07
Allianz SE	3	1	Commerzbank AG 14,03 Fresenius SE Vz 9,74 Linde AG 4,41	Heidelberger Druck. 12,03 MLP AG 6,27 Rheinmetall AG 3,01 Phoenix Solar AG 3,74
Assicurazioni Generali S.p.A.	3	2	Commerzbank 9,99	
AXA S.A.	3	2	Allianz SE 3,11 BMW AG 3,55 Deutsche Bank AG 4,64 Merck KGaA 3,05	Celesio AG 3,09 MLP AG 4,72
Abu Dhabi	4	5	Daimler AG 9,087	
Kuwait	4	5	Daimler AG 4,24	GEA Group AG 7,859
Norwegen	4	5	E.ON AG 5,91	HeidelbergCement AG 3,06 Aixtron AG 3,03
Qatar	4	5	Volkswagen AG 17,00	
Capital World Growth and Income Fund	5	4	Linde AG 3,01 Merck KgaA 3,04	
Euro Pacific Growth Fund	5	4	Adidas AG 4,86 Linde AG 4,99	
Dodge&Cox Intern. Stock Fund	5	4	Infineon Technologies AG 9,88	LANXESS AG 10,25

Zusammensetzung der Investoren:

Unter den insgesamt 22 identifizierten bedeutsamen Investoren befinden sich acht Kapitalanlagegesellschaften, vier Banken, drei Versicherungskonzerne, vier Staatsfonds und drei Investmentfonds, welche von einer Kapitalanlagegesellschaft betreut werden, aber auch autonom betrachtet in bedeutendem Umfang Anteile an DAX 30-Unternehmen halten.

Die Herkunft der Investoren teilt sich wie folgt auf: Neun institutionelle Anleger stammen aus den USA, wobei drei Anleger die identifizierten Fonds sind, welche wiederum von ebenfalls identifizierten Kapitalanlagegesellschaften aus den USA betreut werden. Zwei der institutionellen Investoren kommen aus Großbritannien, einer aus Deutschland und drei Anleger aus der übrigen EU. Im Übrigen ist neben einem, an einem Offshore-Finanzplatz eingetragenen Anleger mit Hauptsitz in den USA, ein weiterer Anleger aus einer Offshore-Region im DAX investiert. Fünf der Investoren haben ihre Herkunft in sonstigen Ländern, darunter vier als Staatsfonds sowie ein kanadischer Anleger.

Bezogen auf die Herkunft ist also eine Dominanz der angelsächsischen Investoren zu erkennen, welche augenscheinlich auch die insgesamt bedeutsamsten Anleger stellen.

Eigentümlich an den Daten der BaFin scheint auf den ersten Blick, dass mit der Allianz SE zu diesem Zeitpunkt nur einer der bedeutenden institutionellen Anleger im DAX 30 aus Deutschland stammt.

Analyse der Daten:

Schon die erste Recherche lässt erkennen, dass mit BlackRock und den Capital Group Companies (bzw. der Capital Research and Management Company als deren Tochterunternehmen) zwei Kapitalanlagegesellschaften mit einer besonders großen Anzahl von Beteiligungen in vielen Unternehmen des DAX 30 investiert sind. Wie erwartet konnten die beiden Anleger dann auch in der Erhebung der BaFin-Daten als mit Abstand bedeutendste Investoren identifiziert werden. BlackRock war am 15.4.2010 in 23 der 30 DAX-Unternehmen mit mehr als 3% der Stimmrechtsanteile investiert, wodurch dieser Anleger eine herausragende Rolle einnimmt. Mit elf identifizierten Investitionen im MDAX und TecDAX ist BlackRock auch in diesen Indizes der bedeutsamste institutionelle Finanzinvestor, wobei die Konzentration der Anlagen eindeutig auf dem DAX liegt. Auf Grund der größeren Marktkapitalisierung der DAX-Unternehmen lassen die dort häufigeren Investments BlackRock nur noch bedeutsamer erscheinen.

Die Capital Group Companies verteilt im Gegensatz zu BlackRock ihre Anlagen stärker und ist mit neun bedeutsamen Investitionen im DAX und acht Investitionen in den Nebenwerten der zweitbedeutsamste institutionelle Anleger nach den erhobenen Daten der BaFin. Die Präferenz in den Nebenwerten liegt klar auf dem MDAX, in dem sieben Beteiligungen gehalten werden. Auffällig ist bei der Capital Group, dass sie im Unterschied zu BlackRock bei einem Großteil der Anlagen nicht nur über 3%, sondern über 5% der Anteile hält (13 von 17 Investitionen im Gegensatz zu 9 von 34). Mehr als 10% der Anteile eines Unternehmens halten die beiden bedeutsamsten Investoren jeweils nur einmal.

Eine weitere Kapitalanlagegesellschaft, die Fidelity Investments, legt den Fokus bei Investitionen auf die Nebenwerte, in denen Anteile an neun Unternehmen gehalten werden, im Ver-

gleich zu zwei Beteiligungen im DAX. Eine Präferenz zwischen MDAX und TecDAX ist hier nicht zu erkennen. Insgesamt hält Fidelity in der Erhebung der BaFin-Daten die dritthöchste Anzahl an Beteiligungen.

Die Kapitalanlagegesellschaft Franklin Templeton ist mit fünf identifizierten Beteiligungen ein bedeutsamer Investor. Auffallend ist bei diesem Anteilseigner, dass im DAX nur in zwei der Unternehmen investiert wurde, in welchen die größte Menge institutioneller Anleger Anteile hält.

Im Allgemeinen sind die in der Erhebung am häufigsten vertretenen Anleger, die Kapitalanlagegesellschaften, meist an mehreren Unternehmen beteiligt, wobei Silchester International mit nur einer Beteiligung eine Ausnahme bildet.

Im Gegensatz dazu sind die Banken in dieser Erhebung nur in einem Fall mit drei Beteiligungen vertreten und halten sonst nur Anteile an ein oder zwei Unternehmen.

Der einzige identifizierte Investor aus Deutschland, die Allianz SE, ist mit drei bedeutsamen Beteiligungen im DAX und vier Beteiligungen an MDAX- bzw. TecDAX-Unternehmen, neben der AXA S.A., welche sechs Beteiligungen in den erhobenen Indizes hält, der wichtigste institutionelle Anleger aus der Kategorie Versicherungen.

Während arabische Staatsfonds meist mit einer oder wenigen hohen Beteiligungen in Unternehmen des Fahrzeug- und Maschinenbaus investieren, diversifiziert der Norwegische Staatsfonds stärker und ist in verschiedenen Branchen mit kleineren Anteilen engagiert.

Die identifizierten Investmentfonds der Capital Group, der „Capital World Growth and Income Fund“ und der „Euro Pacific Growth Fund“, halten jeweils Anteile unter der 5%-Schwelle an zwei der am stärksten exponierten Unternehmen des DAX, legt man die Anzahl der institutionellen Anleger zugrunde. Eine Ausnahme bildet der „Dodge & Cox International Stock Fund“, der an einem DAX- und einem MDAX-Konzern mit beinahe 10% bzw. mit mehr als 10% beteiligt ist.

Mit Adidas, Commerzbank, Deutscher Börse, Linde und Merck sind zum Zeitpunkt der Datenerhebung nur in fünf der untersuchten DAX-Unternehmen mehr als drei institutionelle Anleger mit bedeutsamen Beteiligungen investiert. Von den als bedeutsame Anleger im DAX identifizierten institutionellen Investoren sind in den Nebenwerten nur an Bilfinger-Berger und Aixtron drei Anleger bedeutsam beteiligt; in der Mehrzahl sind von den Investoren mit bedeutenden DAX-Beteiligungen nur jeweils ein oder zwei pro Unternehmen des MDAX und TecDAX engagiert, häufig auch kein einziger. Allgemein liegt der Fokus der bedeutsamen institutionellen DAX-Anleger bei den erhobenen Nebenwerten auf dem MDAX, mit 34 Beteiligungen über 3% an den 50 enthaltenen Unternehmen, im Gegensatz zu 13 Beteiligungen an den 30 Unternehmen des TecDAX. Im DAX-30 selbst wurden über die BaFin-Datenbank hingegen 63 bedeutende Beteiligungen institutioneller Investoren identifiziert.

In der nachstehenden Tabelle sind die Angaben der BaFin-Datenbank um Anleger und Beteiligungen ergänzt, die über die Recherche in der Datenbank des Unternehmensregisters zusätzlich identifiziert wurden. Die Daten zu den gehaltenen Anteilen spiegeln hier den in Stimmrechtsmitteilungen angegebenen Höchststand der jeweiligen Beteiligung im Zeitraum von Januar 2007 bis zum 15.7.2010 wieder. Im Falle einer schon vor 2007 gehaltenen, über die BaFin-Datenbank identifizierten, höheren Beteiligung an einem Unternehmen wird diese auf-

geführt. Die Daten der zusätzlich identifizierten Anleger sind unsortiert bzw. die bedeutsamsten zuerst aufgeführt. Wenn die einzige, über das Unternehmensregister erhobene Mitteilung eine Unterschreitung darstellt, wird als Höchstwert die unterschrittene Schwelle angenommen. Zur Beteiligungshöhe der Capital Group ist gegebenenfalls zusätzlich der Höchstwert der von ihnen gemanagten Fonds angegeben.

Auf eine Identifizierung von Beteiligungen an Emittenten der Nebenwerte wird hier aus Aufwandsgründen verzichtet.

Anleger	Typ	Region	DAX-Beteiligungen inkl. Beteiligungen in %	Weitere Beteiligungen an MDAX- und TecDAX-Unternehmen
BlackRock Inc	1	4	Adidas AG 5,21 Allianz SE 6,0 BASF SE 5,4 Bayer AG 6,33 Daimler AG 3,9 Deutsche Bank AG 5,83 Deutsche Börse AG 6,23 Deutsche Lufthansa AG 5,45 Deutsche Post AG 3,18 Deutsche Telekom AG 3,34 E.ON AG 5,94 Fresenius Medical Care 3,53 Infineon AG 5,11 K+S AG 3,24 Linde AG 3,23 MAN SE St 4,15 Merck KGaA 11,23 Münchener Rück AG 6,15 RWE AG St 4,57 Salzgitter AG 6,37 SAP AG 3,21 Siemens AG 3,92 ThyssenKrupp AG 3,01	Bilfinger Berger AG 5,4 Celesio AG 3,1 GEA Group AG 10,06 Klöckner & Co. SE 3,01 Südzucker AG 3,04 TUI AG 5,1 Wincor Nixdorf AG 4,99 Aixtron AG 3,09 Phoenix Solar AG 3,07 Q-Cells AG 3,08 Roth & Rau AG 5,7
Capital Research and Management Company	1	4	Adidas AG 5,01 Bayer AG 10,04 Beiersdorf AG 5,02 Commerzbank 5,035 bzw. 3,01 Daimler AG 3,1 Deutsche Bank AG 3,1 Deutsche Börse AG 3,03 Deutsche Post 3,53 E.ON AG 5,06 K+S AG 5,201 bzw. 4,871 Linde AG 9,93 bzw. 3,01 Merck KGaA 9,787 bzw. 3,04 RWE AG 5,04 SAP AG 3,19 Siemens AG 3,02	Continental AG 5,139 Fraport AG 5,082 Fuchs Petrolub AG Vz 3,004 Heidelberger Druckm. AG 3,14 MTU Aero Engines Holding AG 7,71 Symrise AG 5,27 WINCOR NIXDORF AG 5,01 Pfeiffer Vacuum Technology 5,87
Dodge & Cox	1	4	Infineon Techn. AG 10,03	LANXESS AG 10,25
Fidelity Management & Research Company	1	4	Adidas AG 3,21 Bayer AG 5,001 Deutsche Börse AG 3,21 Fresenius SE Vz 6,03 Infineon Tech. AG 5,23 K+S AG 7,45 Linde AG 5,03 Münchener Rück. AG 3-5%	GEA GROUP AG 3,05 HeidelbergCement AG 3,1 Rheinmetall AG 5,08 SGL Carbon AG 5,09 Aixtron AG 4,89 Centrotherm photovoltaics 3,02 Kontron AG6,14 Manz Automation 3,06 Roth&Rau AG 3,48

Franklin Templeton	1	4	Deutsche Börse 3,01 Infineon Tech. AG 5,17 K+S AG 5,04 Linde AG – über 3% Merck KGaA 5,0176	Klöckner & Co SE 9,89 Rhön-Klinikum AG 5,07 Jenoptik AG 3,35
Invesco PLC	1	6/4	Adidas 5,087	Bilfinger Berger AG 4,99
Silchester International	1	3	Henkel KGaA 3,01	
Sun Life Financial	1	5	Deutsche Börse AG 3,34 Linde AG 5,1325 Merck KGaA 10,04	Symrise AG 5,02
Banco Santander	2	2	Commerzbank AG 5,11 Linde AG 3,65	
Barclays Bank bzw. Barclays Global Investors	2	3	Merck KGaA 5,6 Adidas AG 3,01 Allianz SE 3,45 BASF SE 3-5% Commerzbank AG 5,08 Deutsche Bank AG 3,1 Deutsche Börse AG 3,03 Deutsche Lufthansa AG 5,07 Münchener Rück. AG 3,62 RWE AG 3,07 Salzgitter AG 5,06 ThyssenKrupp AG 3,07	MTU Aero Engines Holding 3,06
The Bank of Butterfield & Son	2	6	K+S AG 15,001	
The Bank of NY Mellon	2	4	Adidas AG 3,0745 K+S AG 3,08	Bilfinger Berger AG 3,7 Praktiker Baumärkte 5,07
Allianz SE	3	1	Bayer AG 3,52 Beiersdorf AG 5,65 BMW AG über 3% Commerzbank AG 18,786 Deutsche Bank AG 7,4 K+S AG über 3% Fresenius SE Vz 9,74 Linde AG 4,41 Münchener Rück. AG 4,907 RWE AG 4,18	Heidelberger Druck. 12,03 MLP AG 6,27 Rheinmetall AG 3,01 Phoenix Solar AG 3,74
Assicurazioni Generali	3	2	Commerzbank 9,99	
AXA S.A.	3	2	Allianz SE 3,278 BASF SE 6,42 Bayer AG 3,02 BMW AG 3,55 Deutsche Bank AG 5,36 Deutsche Lufthansa AG 9,62 Deutsche Post 3,45 Fresenius Medical Care 3,09 Infineon Tech. AG 5,95 MAN SE 2005: 10,1 2006: 3,2 Merck KGaA 5,61 Münchener Rück.- Über 5%	Celesio AG 3,09 MLP AG 4,72
Abu Dhabi	4	5	Daimler AG 9,087	
Kuwait	4	5	Daimler AG 5,33	GEA Group AG 7,859
Norwegen	4	5	E.ON AG 5,91 Deutsche Börse AG 3,01 Infineon Tech. AG 3,41	HeidelbergCement AG 3,06 Aixtron AG 3,03
Qatar	4	5	Volkswagen AG 17,00	
Capital World	5	4	Linde AG 3,01	

Growth and Income Fund			Merck KgaA 3,04	
Euro Pacific Growth Fund	5	4	Adidas AG 4,86 Linde AG 4,99	
Dodge&Cox Intern. Stock Fund	5	4	Infineon Tech. AG 10,03	LANXESS AG 10,25
UBS AG	2	5	Adidas AG 5,11 Allianz SE 3,8 BASF SE 3,99 Bayer AG 3,18 Commerzbank AG 4,19 Daimler AG 4,52 Deutsche Bank AG 4,07 Deutsche Börse AG 6,8 Deutsche Lufthansa AG 3,27 E.ON AG 3,48 MAN SE 4,67 Merck KgaA 4,14 Metro AG 3,67 Münchener Rückvers. AG 4,25 RWE AG 3,14 ThyssenKrupp AG 3,20 Volkswagen AG 5,92	
Credit Suisse Group	2	5	Bayer AG 3,52 Commerzbank AG 7,44 Deutsche Bank AG 5,87 Deutsche Börse 5,78 Infineon AG 10,9855 Merck KgaA 3,271	
DEKA International	2	1	Deutsche Bank AG 5,09 Deutsche Lufthansa AG 3,21 Siemens AG 3,21 ThyssenKrupp AG 3,28	
JP Morgan Chase & Co	2	4	Allianz SE 4,13 Commerzbank 10,09 Merck KgaA 5,12	
Société Générale S.A	2	2	Commerzbank AG 4,27	
UniCredit Group	2	2	Commerzbank AG 5,168 Linde AG 5,96	
WestLB AG	2	1	Daimler AG 14,006	
Atticus Capital	0	4	Deutsche Börse 19,3	
The Children's Investment Fund	0	3	Deutsche Börse 19,3 Salzgitter AG 3,03	
Wellington Management Company	1	4	Deutsche Börse 3,05	
Commerzbank	2	1	Deutsche Lufthansa AG 3,06 Linde AG über 3% ThyssenKrupp über 3%	
Janus Capital	1	4	Deutsche Lufthansa 3,29 K+S AG 5,18	
Lansdowne Partners	0	3	Deutsche Post 3,1	
Brandes Investment	1	4	Deutsche Telekom AG 3,04 Infineon Tech. AG 4,92	
Thornburg Investment	1	4	Fresenius Medical Care 3,76	

Merril Lynch bzw. Bank of America	2	4	Infineon Tech. AG 9,54	
Platinum Investment	1	5	Infineon Tech. AG 3,12	
Odey Asset Management	1	3	Infineon Tech. AG 3,2	
Prudential plc	1	3	K+S AG 4,91	
Morgan Stanley	2	4	K+S AG 7,78 Linde AG 4,19 Merck KgaA 3,73	
Artisan Partners	1	4	Linde AG 3,02	
Schroders plc Zusatz 22	1	3	Merck KgaA 3,09	
Alecta pensionsförsäkring	3	2	MAN SE Über 3%	

Zusammensetzung der Investoren:

Die bei der Analyse der Unternehmensregister-Daten zusätzlich identifizierten bedeutsamen Anleger fehlten in der Erhebung der BaFin-Daten auf Grund der Tatsache, dass die Beteiligungen der jeweiligen Investoren zum Erhebungszeitpunkt nicht mehr gehalten wurden. Im Gegensatz zur BaFin-Datenbank, in der nur die derzeitige Aktionärsstruktur der börsennotierten Unternehmen dargestellt wird, finden sich im Verzeichnis auf www.unternehmensregister.de sämtliche Stimmrechtsmitteilungen seit 2007. Durch die Erhebung aller meldepflichtigen Ereignisse bezüglich sämtlicher investierter Anleger kann eine differenziertere Zusammenfassung der im DAX investierten bedeutsamen Investoren geboten werden. Über die Recherche dieser Daten konnten 23 weitere bedeutsame Anleger in DAX 30-Unternehmen erfasst werden.

Die zusätzlich identifizierten Investoren setzen sich aus zehn Banken, neun Kapitalanlagegesellschaften, drei Hedgefonds und einer Rentenversicherung zusammen. Im Gegensatz zum zweiten Erhebungsschritt konnten im ersten Schritt noch keine Hedgefonds oder Pensionskassen erhoben werden und allgemein gleicht sich das Verhältnis der Anzahl von Banken zu Kapitalanlagegesellschaften in der Gesamtbetrachtung nun fast aus. Unter den zusätzlich identifizierten Anlegern waren keine weiteren Staatsfonds.

Zur Herkunft der neugewonnenen Anleger ist festzuhalten, dass wie zuvor, mit einer Anzahl von neun Investoren, fast die Hälfte ihren Hauptsitz in den USA hat. Fünf der zusätzlich erfassten Shareholder, darunter die drei Hedgefonds, stammen aus dem Vereinigten Königreich, was die dominante Stellung der angloamerikanischen Anleger noch einmal verdeutlicht. Außerdem wurden zwei Schweizer Banken und eine australische Kapitalanlagegesellschaft, die in der Erhebung in die fünfte Herkunftskategorie fallen, sowie zwei Anleger aus dem EU-Ausland miterfasst. Über die Daten des Unternehmensregisters konnten zusätzlich drei weitere Anleger aus Deutschland identifiziert werden, welche ausnahmslos dem Bankensektor zuzuordnen sind.

Analyse der Daten:

Die im zweiten Erhebungsschritt erfassten Anleger halten häufig Beteiligungen an Unternehmen des DAX, welche schon im ersten Schritt als am stärksten von institutionellen Investoren frequentiert identifiziert wurden.

Während Adidas (5 Beteiligungen), Commerzbank (4), Deutscher Börse (5), Linde (6) und Merck (7) im ersten Erhebungsschritt als einzige Unternehmen mehr als 3 Beteiligungen institutioneller Anleger aufwiesen, erscheint das Bild nun differenzierter. Von den zusätzlich identifizierten Shareholdern hielt seit 2007 nur ein Investor Anteile an Adidas, während jeweils fünf weitere Beteiligungen an Commerzbank, Deutscher Börse, Infineon und Merck identifiziert wurden. Infineon wird durch diese weiterführenden Daten, mit insgesamt acht Investoren seit 2007, zu einer der von Finanzinvestoren favorisierten Anlagemöglichkeiten. Jeweils vier zusätzliche Investoren sind an Linde und Lufthansa beteiligt, wodurch Linde (mit der Deutschen Börse) hinter Merck das beliebteste Investitionsziel wird. Im Übrigen ist die K+S AG mit nunmehr sechs identifizierten Investoren seit 2007 ebenfalls eines der von bedeutsamen institutionellen Anlegern bevorzugten Unternehmen.

Die UBS, welche in der Betrachtung der BaFin-Daten nicht als Investor identifiziert werden konnte, war seit 2007 in 18 Unternehmen investiert, die Stimmrechtsmitteilung eines Investitionsobjekts (Siemens) wurde jedoch zu einem späteren Zeitpunkt zurückgezogen. Die letzte meldepflichtige Mitteilung der UBS findet sich zum 4.5.2009, der Großteil ihrer Investitionen spielt sich im Zeitraum von April 2007 bis April 2008 ab.

Erstaunlich ist, dass wenn die UBS in einem DAX-Unternehmen investiert ist, auf die Mehrzahl der veröffentlichten Mitteilungen in sehr kurzen zeitlichen Abständen eine neue Mitteilung folgt, in welcher die zuletzt über- oder unterschrittene Schwelle wiederum in die entgegengesetzte Richtung übertreten wird. Es handelt sich in der Mehrzahl der Fälle um die 3%-Schwelle, aber auch die 5%-Schwelle wird von der Bank in manchen Unternehmen über- und wieder unterschritten. Diese kurzfristige Schwellenüber- und -unterschreitung wiederholt sich in einem bedeutenden Teil der investierten Unternehmen bis zur jeweils letzten Mitteilung mehrfach.

In fünf Unternehmen überschritt die UBS jedoch die 3%-Schwelle nur einmal, um jeweils innerhalb von einer Woche die Grenze wieder zu unterschreiten.

Wie man durch die Abwesenheit in der BaFin-Datenbank annehmen konnte, war die UBS am 15.4.2010 in keinem DAX-30-Konzern mit mehr als 3% investiert.

Die Credit Suisse Group konnte ebenfalls über die BaFin-Datenbank nicht als bedeutsamer Investor identifiziert werden und investierte ab 2007 in 6 Unternehmen. Die Credit Suisse investierte hauptsächlich zwischen Anfang 2007 und Herbst 2008 in DAX-Unternehmen, mit dem Unternehmen Infineon als Ausnahme, an dem im August 2009 für zwei Tage über 10% der Anteile gehalten wurden.

BlackRock war seit 2007 insgesamt in 23 Unternehmen investiert und ist damit, wie auch nach den Daten der BaFin, der institutionelle Investor mit der größten Anzahl an Beteiligungen. Bemerkenswert ist hier, dass BlackRock, bis auf eine Ausnahme, erst zum 1.12.2009 als Meldepflichtiger in Erscheinung tritt. Die Recherche qualitativer Quellen ergab, dass BlackRock zu diesem Datum die „Barclays Global Investors“, die Investmenttochter der Barclays

Bank, übernahm, wodurch die nun zusammengerechneten Stimmrechtsanteile in vielen Fällen die 3%- und teilweise auch die 5%-Schwelle überschritten. Vor dem 1.12.2009 ist die MAN AG das einzige DAX-Unternehmen, in welchem BlackRock einen Stimmrechtsanteil von über 3% hielt.

Die Stimmrechtsanteile der BlackRock veränderten sich seit dem 1.12.2009 in einigen Unternehmen mehrfach - inklusive Überschreitungen der 10%-Grenze - während sich die Stimmrechtsanteile von zehn Investitionen seit der erstmaligen Schwellenberührung nicht meldepflichtig veränderten.

Anzumerken ist hier, dass die angegebenen Stimmrechtsanteile an einigen der zehn letztgenannten Unternehmen auf Grund nicht eingetragener Mitteilungen in der BaFin-Datenbank bis vor kurzem unvollständig waren.

Die Barclays Bank, bzw. die Barclays Global Investors war seit 2007 in insgesamt 15 Unternehmen mit mehr als 3% investiert. Die Stimmrechtsmitteilungen zu drei dieser Unternehmen wurden jedoch zeitnah komplett widerrufen.

Barclays Bank ist nach den BaFin-Daten noch in einem Unternehmen (und das bereits seit 2005) investiert, an welchem aber auch BlackRock Anteile hält. Ob die angegebenen Stimmrechte von Barclays tatsächlich noch gültig sind, ist fraglich. Dass es keine Mitteilungen von den Barclays Global Investors bezüglich der Unterschreitung jeglicher Schwellen nach dem 1.12.2009 gibt, lässt darauf schließen, dass BlackRock sämtliche der BGI zugerechneten Anteile übernommen hat.

Die Capital Group Companies bzw. Capital Research and Management Company hat seit 2007 an 15 DAX-Unternehmen Anteile gehalten. In der Betrachtung der BaFin-Daten waren es nur Beteiligungen an neun Unternehmen. Einige Stimmrechtsanteile werden der Capital Research and Management Company nur über von ihr verwaltete Fonds zugerechnet, welche teils sogar alleine die 3%-Schwelle überschreiten. Die über mitteilungspflichtige Ereignisse anzunehmende Umschlagshäufigkeit scheint bei der Capital Group nicht annähernd so hoch zu sein, wie beispielsweise bei der UBS oder Fidelity Investments. Hierdurch könnte die angenommene Haltedauer, bestimmt durch die BaFin-Daten, wesentlich näher an der Realität liegen, als bei Anlegern mit höherer Umschlagshäufigkeit.

Fidelity Investments beziehungsweise die Fidelity Management & Research Company war, nachdem über die BaFin-Datenbank nur zwei DAX-Beteiligungen erfasst werden konnten, seit 2007 insgesamt in 8 DAX-Unternehmen investiert. Auffällig an den von Fidelity getätigten Investitionen ist, dass Fidelity immer über mehrere Tochterfirmen in ein Unternehmen investiert, welche zu teilweise unterschiedlichen Zeitpunkten Schwellen auf grundlegend verschiedene Werte über- und unterschreiten.

Die Schwellen-Überschreitungen der Fidelity beginnen Mitte 2007 und dauern die gesamte Betrachtungsdauer an. Am häufigsten gibt es Überschreitungen im Jahr 2008, wobei die durch Stimmrechtsmitteilungen angenommene Umschlagshäufigkeit bei diesem Investor wesentlich höher ist, als bei anderen identifizierten Anlegern.

Die AXA S.A. investierte seit 2007 in zwölf DAX-Unternehmen. Zwischen 2005 und 2006 hielt sie mehr als 10% der Anteile an der MAN AG. Zum Stichtag der Erhebung der BaFin-Daten hielt sie noch an fünf Unternehmen meldepflichtige Anteile, von denen seit diesem

Zeitpunkt noch einmal zwei unter die 3%-Schwelle gefallen sind. Charakteristisch ist hier, dass auch die AXA fast jede Investition durch Tochterunternehmen realisiert und der Umfang der Investitionen seit 2007 in jedem Jahr ähnlich ist. Die Häufigkeit der meldepflichtigen Ereignisse ist bei der AXA verhältnismäßig niedrig, wobei die Tochterunternehmen wesentlich öfter Schwellen über- oder unterschreiten als der Mutterkonzern.

Die erste identifizierte Rentenversicherung hielt nur bis Ende Januar 2007 einen Anteil an der MAN AG und hält seit diesem Zeitpunkt keine weiteren Beteiligungen in den Unternehmen des DAX30.

Die im zweiten Erhebungsschritt erstmals erhobenen Hedgefonds, „Atticus Capital“ und „Children’s Investment“ waren im Betrachtungszeitraum nur an einem bzw. zwei der untersuchten Unternehmen beteiligt. Im Unternehmen „Deutsche Börse“, an dem beide Hedgefonds beteiligt waren, koordinierten sie ihr Vorgehen, wodurch beiden die jeweiligen Stimmrechtsanteile des anderen zugerechnet wurden.

Die zusätzlichen, in diesem Punkt nicht näher beschriebenen Investoren halten im Höchstfall vier Beteiligungen an Unternehmen des DAX30.

Weitere Ergebnisse der Recherche im Unternehmensregister sind, dass wie erwartet fast alle identifizierten Investoren häufiger investiert haben als aus den BaFin-Daten ersichtlich, und dass es im Zeitverlauf mehr Investoren gibt als zunächst unterstellt. Gleichzeitig sind nun auch längere Haltedauern anzunehmen, weil die bei der BaFin angegebene „letzte“ Über- oder Unterschreitung einer meldepflichtigen Schwelle in vielen Fällen nicht den Zeitpunkt des Einstiegs in das jeweilige Unternehmen darstellt. Auf die Mindesthaltedauern der Anleger wird im nächsten Punkt ausführlicher eingegangen.

Festzuhalten ist im Übrigen, dass sehr häufig Stimmrechtsmitteilungen erst Monate nach der wirklichen Investition im Emittenten vom Anleger veröffentlicht werden.

3. Schätzung der Mindesthaltedauern bedeutsamer Investoren

Die Schätzung der Haltedauern bedeutsamer institutioneller Anleger wird hier anhand der im ersten Erhebungsschritt identifizierten Investoren und zunächst an deren ebenfalls in diesem Schritt erhobenen Beteiligungen beschrieben. Es werden diese Anleger dargestellt, weil sie zum Erhebungszeitpunkt potentiell den größten Einfluss ausüben könnten.

Es wird zunächst das absolute Minimum der Haltedauern, der am Stichtag gehaltenen Beteiligungen, anhand der BaFin-Daten wiedergegeben, um es anschließend mittels der Daten des Unternehmensregisters zu ergänzen oder gegebenenfalls zu korrigieren. Auf eine Recherche der Haltedauern in den Nebenwerten im Unternehmensregister wurde bei dieser Analyse verzichtet.

Im Anschluss werden außerdem über das Unternehmensregister (mit Stichtag zum 15.7.2010) identifizierte Stimmrechtsmitteilungen bezüglich zu diesem Zeitpunkt erloschener Beteiligungen in eine Übersicht einfließen, wodurch präzisere Aussagen zu den Mindesthaltedauern in den DAX-Unternehmen ermöglicht werden.

Die Kapitalanlagegesellschaft BlackRock hält nach den BaFin-Daten elf ihrer 23 Beteiligungen in DAX-Unternehmen seit dem 9.12.2009 und damit am 15.4.2010 seit 127 Tagen. Eine Stimmrechtsmitteilung der BlackRock wurde bereits 240 Tage vor dem Stichtag veröffentlicht und bei elf weiteren Beteiligungen ist eine Haltedauer von 8 bis 86 Tagen anzunehmen.

Nach der oben erwähnten Übernahme der Investmenttochter der Barclays Bank vom 9.12.2009 und derer über das Unternehmensregister identifizierten vorher bestehenden Beteiligungen scheint es, als hätte BlackRock an einigen der Unternehmen mit nun bedeutsamer Beteiligung schon vor diesem Datum Anteile gehalten, welche aber unter der Schwelle von 3% lagen und somit nicht mitteilungspflichtig waren. Erst durch den Anschluss der Barclays Global Investors summierten sich diese Investitionen auf die nun erfassbaren Werte, womit Angaben zur gesamten Dauer der Beteiligung sehr schwierig sind und auch über die Daten des Unternehmensregisters keine weiteren Aussagen getroffen werden können. Die Erhebung der Daten des Unternehmensregisters ergibt lediglich, dass die sehr kurzfristigen Engagements auf Grund von (nach dem ersten meldepflichtigen Ereignis erfolgten) Schwellenüber- bzw. -unterschreitungen nicht zutreffend sind, und stattdessen für fast alle Investitionen dieser Kapitalanlagegesellschaft eine geschätzte Mindestheldauer von 226 Tagen zum 15.7.2010 anzunehmen ist.

Die Haltedauern von durch die Capital Group Companies, bzw. die Capital Research and Management Company gehaltenen Anteile sind sehr viel heterogener als bei BlackRock. Über die BaFin-Datenbank konnten Haltedauern zwischen 93 und 2381 Tagen festgestellt werden, wobei 2381 mit großem Abstand den Maximalwert darstellt. Zwei Anteile an DAX-Unternehmen werden seit weniger als 100 Tagen gehalten und für einen großen Teil der Beteiligungen aus allen Indizes wurden Haltedauern zwischen 400-650 oder 1000-1500 Tagen identifiziert. Über die Zusammenführung mit den Daten des Unternehmensregisters lässt sich die Aussage treffen, dass eines der kurzen DAX-Engagements die allererste Investition in dieses Unternehmen ist und die zweite Anlage mit angenommener Haltedauer von weniger als 100 Tagen eine Überschreitung der 5%-Schwelle bei einer Investition darstellt, die bereits 400 Tage länger besteht. Ebenso verhält es sich mit einer weiteren Beteiligung, deren Haltedauer von ungefähr 400 auf über 800 Tage korrigiert werden muss.

Die Mindestheldauer der einzigen DAX-Beteiligung der Kapitalanlagegesellschaft Dodge & Cox, bzw. ihres International Stock Funds beträgt nach den BaFin-Daten 253 Tage und ist laut Unternehmensregister ungefähr anderthalb Jahre höher anzusetzen. Die Diskrepanz besteht auf Grund einer Unterschreitung der 10%-Schwelle im letzten Jahr, welche auch auf eine Kapitalerhöhung des Emittenten zurückzuführen sein könnte.

Die zwei DAX-Beteiligungen der Fidelity Management & Research Company, bzw. der Fidelity Investments werden laut BaFin-Daten seit 239 bzw. 316 gehalten. Auf Grund des früheren Erwerbs von Stimmrechtsanteilen durch über Unternehmensregister.de identifizierte Tochterunternehmen liegt die Haltedauer in diesen beiden Unternehmen jedoch mit 919 bzw. 924 Tagen wesentlich höher. Da seit der ersten Investition zu jedem Zeitpunkt eine Tochtergesellschaft in den jeweiligen Unternehmen investiert war, bzw. sehr häufig meldepflichtige Schwellenüber- sowie -unterschreitungen aufgetreten sind, kann somit von einer erheblich höheren Mindestheldauer ausgegangen werden, als die BaFin-Daten nahe legen.

Die Daten des ersten Erhebungsschritts weisen für Franklin Templeton Investment zwei Beteiligungen an DAX-Unternehmen aus, welche seit 289 und 321 Tagen bestehen. Die Daten des Unternehmensregisters lassen darauf schließen, dass der erste Wert korrekt ist, da keine vorhergehenden Investitionen in dieses Unternehmen ersichtlich sind. Der zweite Wert muss jedoch höher angesetzt werden, weil die letzte Stimmrechtsmitteilung eine Überschreitung der 5%-Schwelle beschreibt. Die erste Investition der Franklin Templeton in dieses Unternehmen liegt mit 584 Tagen mehr als 8 Monate vor der letzten meldepflichtigen und damit bei der BaFin eingetragenen Schwellenberührung.

Bei der Kapitalanlagegesellschaft Invesco verhält es sich gänzlich anders als bei den vorangegangenen. Die BaFin-Daten ergeben, dass die Invesco bei ihrer einzigen DAX-Beteiligung seit dem 20.03.2007 und damit seit 1128 Tagen investiert ist, während die Daten des zweiten Erhebungsschritts darauf hindeuten, dass auf dieses, bei der BaFin aufgeführte, meldepflichtige Ereignis noch weitere folgten. Im Abstand von 567 Tagen unterschritt der Investor laut Unternehmensregister die vorher überschrittene Schwelle von 5% und ebenfalls die 3% Schwelle auf 2,97%, wodurch eine weitere Bestimmung der Haltedauer unmöglich wird. Invesco könnte natürlich noch Anteile unterhalb der meldepflichtigen Schwellen halten, welche aber im Rahmen dieser Erhebung nicht identifizierbar sind.

Die einzige über BaFin-Daten identifizierte DAX-Beteiligung der Silchester International Investors beschreibt mit 658 Tagen die ebenfalls einzige erfasste Erwähnung im Unternehmensregister.

Die Sun Life Financial ist laut BaFin-Daten in drei Unternehmen des DAX seit 212, 441 und 81 Tagen investiert. Die ersten beiden Daten sind nach Unternehmensregister identisch mit den ersten Investitionen in diese Unternehmen, während anstelle einer knapp unter 10%igen Beteiligung seit 81 Tagen, von einer bisherigen Haltedauer dieser Beteiligung in Höhe von 916 Tagen ausgegangen werden kann.

Die Barclays Bank, bzw. Barclays Global Investors sind trotz Übernahme durch BlackRock in der BaFin-Datenbank in einem DAX-Unternehmen mit einer über 5%igen Beteiligung vertreten. Da diese Investition mit 1655 Tagen im Jahr 2005 anzusiedeln lässt sie sich im Unternehmensregister auf Grund fehlender späterer Unterschreitung der 5%- und 3%-Schwelle nicht nachvollziehen. Es gibt jedoch eine Überschreitung der 3%-Schwelle durch die Barclays Global Investors vom 2.11.2009 und damit nur 164 Tage vor dem Tag der Erhebung. Da aber im Unternehmensregister keine Unterschreitungen jeglicher Schwellen nach dem Datum der Übernahme durch BlackRock am 9.12.2009 identifiziert werden konnten, ist es wahrscheinlich, dass auch diese Stimmrechte auf den neuen Besitzer übergegangen sind.

Die über den ersten Erhebungsschritt identifizierte Haltedauer der einzigen Beteiligung der „Bank of N.T. Butterfield & Son Limited“ an einem DAX-Unternehmen beträgt 505 Tage. Über den zweiten Erhebungsschritt lässt sich feststellen, dass die Bank in dieses Unternehmen schon vor 948 Tagen investierte und seitdem ihren Anteil sukzessiv von 6,75% auf die zum Stichtag gehaltenen 15% gesteigert hat. Dabei ist anzumerken, dass die Beteiligung an der K+S AG über die von der Bank kontrollierte EuroChem International Holding B.V. realisiert wurde, deren einziger Zweck darin besteht, über die MCC Holding Limited, treuhänderisch Industriebeteiligungen von Andrej Melnitschenko zu verwalten.

Die Banco Santander ist über die BaFin mit einem, seit 3629 Tagen, also seit Mai 2000 gehaltenen, 5%igen Anteil an der Commerzbank identifiziert. Die Daten des Unternehmensregisters lassen durch die Beschränkung auf den Zeitraum seit 2007 keine Rückschlüsse auf diese Investition zu.

Die „Bank of New York Mellon Corporation“, welcher ebenfalls über den ersten Erhebungsschritt eine DAX-Beteiligung zugeordnet werden konnte, hält diese nach BaFin-Daten mindestens seit 29 Tagen. Da diese Beteiligung nur knapp über der 3%-Schwelle liegt, ist zu vermuten, dass schon zu einem früheren Zeitpunkt Anteile an diesem Unternehmen gehalten wurden. Diese Vermutung bestätigt sich über die Analyse der Unternehmensregister-Datenbank, welche ergibt, dass die Bank seit dem 20.8.2008 und damit seit 603 Tagen, elfmal die erste meldepflichtige Schwelle um wenige Promille über- sowie unterschreitet. Es ist also eine weitaus höhere Haltedauer der Beteiligung anzunehmen, als zunächst erwartet.

Zu den über die BaFin identifizierten DAX-Beteiligungen des einzigen deutschen institutionellen DAX-Anlegers, der Allianz SE, werden im ersten Schritt Haltedauern von 311, 2656 und 491 Tagen angenommenen. Auf Grund der über das Unternehmensregister ausschließlich gegebenen Möglichkeit, meldepflichtige Ereignisse seit 2007 zu betrachten, sind leider keine Aussagen zu der am längsten gehaltenen Beteiligung bei Fresenius möglich. Ob die Beteiligung in dieser Höhe noch gehalten wird, lässt sich durch im Betrachtungszeitraum fehlende Stimmrechtsmitteilungen im Unternehmensregister nicht klären. Auf der Website der Fresenius SE ist die Allianz aber zumindest weiterhin mit einem Stimmrechtsanteil zwischen 5% und 10% als einer der größten Aktionäre angegeben. Die in der BaFin-Datenbank mit 311 Tagen angegebene Beteiligung stellt sich in der Betrachtung der Daten des zweiten Erhebungsschritts komplett anders dar. Die nun anzunehmende Mindesthaltedauer ist mit 457 Tagen nicht nur 5 Monate länger, die Daten der BaFin scheinen gänzlich unvollständig. Nach der letzten eingetragenen Mitteilung der Allianz wurde eine weitere Mitteilung veröffentlicht, in welcher die, in den BaFin-Daten noch enthaltene Beteiligung von 14%, auf Grund konzerninterner Umstrukturierung, alle meldepflichtigen Schwellen unterschreitet und keine Stimmrechte mehr gehalten werden. Die selbe Stimmrechtsmitteilung enthält außerdem den Hinweis, dass eine Tochtergesellschaft der Allianz, die „AZ-Argos 49 Vermögensverwaltungsgesellschaft“ nun über 12% der Anteile dieses Unternehmens hält. Dieser Fakt ist erstaunlicherweise in die BaFin-Datenbank eingegangen, während die in derselben Mitteilung enthaltene Information über die Unterschreitung sämtlicher Schwellen durch die Allianz SE selbst fehlt.

Die über die BaFin identifizierte Beteiligung mit angenommener Mindesthaltedauer von 491 Tagen an der Linde AG wurde in diese Datenbank mit Verzögerung eingetragen, bzw. die Korrektur zu einer 562 Tage vor dem Stichtag veröffentlichten Mitteilung als letztes meldepflichtiges Ereignis eingetragen. Da dieses letzte Ereignis eine Unterschreitung der 5%-Schwelle darstellt und weder vor, noch nach dieser Mitteilung eine weitere zu diesem Unternehmen in der Datenbank des Unternehmensregisters eingetragen ist, muss davon ausgegangen werden, dass die Beteiligung schon vor 2007 bestand.

Die durch die „Assicurazioni Generali S.p.A“, nach BaFin-Daten 2908 Tage gehaltene, 9,99%ige Beteiligung an der Commerzbank, veränderte sich im Betrachtungszeitraum nicht, fiel aber im Oktober 2010 unter die 5%-Schwelle. Der zuerst angenommene Wert kann also auch nach dem zweiten Erhebungsschritt als Mindesthaltedauer angenommen werden.

Die Mindesthaltedauern der AXA S.A., mit fünf über die BaFin-Datenbank identifizierten DAX-Beteiligungen einer der bedeutsamsten institutionellen Anleger, sind nach dem ersten Erhebungsschritt mit 94, 156, 357, 1294 und 1155 Tagen angegeben. Nach dem zweiten Erhebungsschritt müssen fast alle der angenommenen Mindesthaltedauern berichtigt werden. Die angenommene Haltedauer der Beteiligung, für welche vorher 94 Tage unterstellt wurden muss auf 1070 und die Anlage mit Haltedauer von 357 auf 965 korrigiert werden. Die Investition, für die im ersten Schritt eine Haltedauer von 156 Tagen identifiziert wurde scheint die erste Beteiligung der AXA in diesem Unternehmen zu sein, eine Woche nach dem Stichtag des 15.4.2010 fiel die Anlage jedoch unter 3%. Die zwei Beteiligungen, für die die längsten Haltedauern angenommen wurden, müssen vollständig revidiert werden. Der zweite Erhebungsschritt ergibt, dass keine der beiden Beteiligungen noch gehalten wird. Zur Beteiligung an MAN (vorher 1294 Tage) ist im Unternehmensregister eine Stimmrechtsmitteilung enthalten, in welcher eine Überschreitung der 10%-Schwelle durch eine Tochtergesellschaft der AXA im Juli 2005 sowie die Unterschreitung sämtlicher damaliger Schwellen im September 2006 durch die gleiche Tochtergesellschaft gemeldet werden. Zur Haltedauer dieser Beteiligung, bzw. zu ihrer derzeitigen Existenz können demnach keine Aussagen getroffen werden. Zur weiteren langfristigen Beteiligung (an Merck) finden sich drei Stimmrechtsmitteilungen im Zeitraum seit 2007. In diesen Mitteilungen wird zwischen Januar und Oktober 2007 die über mehrere Tochterunternehmen durchgeführte, über 5%ige Investition beschrieben und im weiteren Verlauf die darauf folgende Unterschreitung aller meldepflichtigen Schwellen mitgeteilt. In der BaFin-Datenbank konnte zum Stichtag eine Beteiligung einer dieser Tochtergesellschaften aufgefunden werden. Auch hier kann also zur realen Haltedauer der Anteile sowie zu ihrem Bestehen anhand der untersuchten Daten keine Angabe gemacht werden.

Die im ersten Erhebungsschritt angenommen Mindesthaltedauern der Staatsfonds Abu Dhabi und Qatar korrelieren mit den im zweiten Schritt analysierten Stimmrechtsmitteilungen. Der Staat Abu Dhabi ist demnach seit 385 Tagen bei Daimler investiert und der Staat Qatar seit 118 Tagen bei Volkswagen.

Die über die BaFin-Daten angenommene Haltedauer der Daimler-Beteiligung des Staatsfonds Kuwait von 2 Tagen ist selbstverständlich nicht korrekt. Hier kann über den zweiten Erhebungsschritt erkannt werden, dass die letzte Mitteilung vor dem Stichtag eine Unterschreitung der 5%-Schwelle beschreibt und somit eine vorherige Investition bestanden haben muss. Einige Tage zuvor war als Datum einer 7%igen Investition der 13.04.2002 angegeben, was eine Haltedauer der Anteile von 2924 Tagen (exakt 8 Jahre) als realistisch erscheinen lässt. Im Verlauf des Jahres 2010 stieg die Beteiligung des Staatsfonds wieder über die 5%-Schwelle.

Die zuerst erfasste Mindesthaltedauer der einzigen, über die BaFin-Datenbank identifizierten, DAX-Beteiligung des norwegischen Staatsfonds von 458 Tagen stimmt mit der einzigen Stimmrechtsmitteilung zu dieser Investition im Unternehmensregister überein. Es kann demzufolge von einer Haltedauer in dieser Höhe ausgegangen werden.

Die Haltedauern von einem der von der Capital Research and Management Company verwalteten Fonds, denen über die BaFin-Daten ein mehr als 3%iger Anteil an DAX-Unternehmen zugeschrieben wurde, stimmen ebenfalls mit den über das Unternehmensregister identifizierten Stimmrechtsmitteilungen überein. Hier kann auf Grund übereinstimmender Daten zum „Capital World Growth and Income Fund“ eine Haltedauer der zwei Beteiligungen in Höhe

von 322 bzw. 313 Tagen erfasst werden. Der Europacific Growth Fund ist in der BaFin-Datenbank mit einer Beteiligung von 4,99 % seit dem 23.07.2007 (997 Tage) erfasst. In der Datenbank des Unternehmensregisters ist diese Stimmrechtsmitteilung nicht aufgeführt, sondern nur eine Unterschreitung der 3%-Schwelle am 26.5.2010. Da die Schwelle nur bei vorheriger Überschreitung wieder unterschritten werden kann, bleibt zur Schätzung der Mindesthaltedauer nur der zuerst angenommene Wert von 997 Tagen.

Wie oben erwähnt wurde der dritte im DAX bedeutsam beteiligte Fond, der Dodge & Cox International Stock Fund im ersten Erhebungsschritt mit einer einzigen Beteiligung in Höhe von 9,93% und einer Mindesthaltedauer von 251 Tagen identifiziert. Der zweite Erhebungsschritt lässt auf Grund einer vorherigen Überschreitung der 10%-Schwelle eine Mindesthaltedauer von 769 Tagen realistischer erscheinen.

Im Allgemeinen kann angemerkt werden, dass die BaFin-Daten sehr häufig eine kürzere Haltedauer suggerieren als die Daten des Unternehmensregisters.

Eine Differenzierung der geschätzten Mindesthaltedauern nach Anlegertypen ergibt, dass die Kapitalanlagegesellschaften ihre Beteiligungen mit wenigen Ausnahmen längerfristig, bzw. seit mindestens einem Jahr halten. Außer BlackRock, welche zumeist erst im Dezember 2009 in DAX-Unternehmen die Schwelle von 3% der Anteile überschritt, ist nur bei der Sun Life und Franklin Templeton jeweils eine Investition mit einer Mindesthaltedauer von weniger als einem Jahr identifiziert worden. Die durchschnittlichen Mindesthaltedauern der zum Stichtag identifizierten Beteiligungen der Investoren dieser Kategorie liegen zwischen anderthalb und drei Jahren, während (von BlackRock abgesehen) bedeutend mehr Beteiligungen mit einem noch langfristigeren Anlagehorizont identifiziert werden konnten, als mit einem kürzerem.

Die Investitionen durch Banken ergeben ein ähnliches Bild. Die geschätzten Mindesthaltedauern dieses Anlegertyps bewegen sich zwischen 600 und 3600 Tagen, wobei mit wenigen identifizierten Beteiligungen hier keine Aussagen zur Repräsentativität dieser Daten getroffen werden können.

Auch die Versicherungen haben bei ihren zum Stichtag des 15.4.2010 gehaltenen DAX-Beteiligungen, mit einer meist zwischen anderthalb und drei Jahren identifizierten Mindesthaltedauer, eine scheinbar langfristige Anlagestrategie. Zur Investorenkategorie der Versicherungen ist festzuhalten, dass bei meist zwischen 1,5 und 3 Jahren gehaltenen Beteiligungen, für einige Investitionen wesentlich längere Haltedauern erfasst wurden (mitunter länger als der Betrachtungszeitraum) und nur eine Anlage mit einer überdurchschnittlich kurzen Haltedauer.

Die Haltedauern durch Staatsfonds erworbener Anteile an DAX-Unternehmen, welche über die BaFin-Datenbank erfasst wurden, sind nach Unternehmensregister-Daten mit dem Datum der ersten Investition in diese Unternehmen gleichzusetzen. Bei Haltedauern zwischen 120 und 3000 Tagen verändert sich selbst die Menge der gehaltenen Stimmrechtsanteile im Betrachtungszeitraum nur einmal bei einem Investor.

Die bedeutsamen Investmentfonds geben kein homogenes Bild ab, hier liegen die identifizierten Haltedauern bei einem der Fonds knapp unter einem Jahr, während den zwei weiteren erhobenen Fonds ihre Stimmrechtsanteile schon 2, bzw. fast 3 Jahre zugerechnet werden.

Eine Ergänzung um über das Unternehmensregister identifizierte, zum Erhebungszeitpunkt erloschene Beteiligungen an DAX-Unternehmen ergibt ein differenzierteres Bild, welches in der folgenden Tabelle dargestellt ist und anschließend kurz erläutert wird.

Zusätzlich zu einer Übersicht der Haltedauern sollen in der folgenden Tabelle auch Informationen zur oben erwähnten Kapitalmarktexposition gegeben werden. Die Exposition eines Unternehmens gegenüber dem Kapitalmarkt (im Folgenden auch: KME) ergibt sich aus den Beteiligungen strategischer Investoren an diesem Unternehmen. Eine niedrige Exposition gegenüber dem Kapitalmarkt besteht, wenn ein großer Teil der Stimmrechtsanteile von einem oder mehreren „Ankerinvestoren“ gehalten wird. Eine hohe Kapitalmarktexposition besteht, wenn sich alle Stimmrechtsanteile in Streubesitz befinden oder nur einer bzw. wenige kleine strategische Investoren geringe Beteiligungen halten. Für die Kapitalmarktexposition der untersuchten Unternehmen sind dementsprechend auch nicht-institutionelle Anleger bzw. nicht-Finanzinvestoren relevant, die über die BaFin-Datenbank erhoben wurden, welche aber für diese Untersuchung keine weitere Bedeutung haben und damit nicht gesondert beschrieben werden. Die folgende Tabelle lässt anhand der voranstehenden Kategorisierungen über den Grad der Exposition einen Überblick über die Verteilung dieser nicht-institutionellen Anleger in den Unternehmen des DAX 30 zu.

In der folgenden Tabelle ist in der Spalte „KME“ Kapitalmarktexposition anhand einer Einteilung in die folgenden Kategorien dargestellt. Die Kategorien stellen dar, in welcher Höhe die Stimmrechtsanteile des Unternehmens im Besitz von strategischen Investoren wie Familien, Personen oder auch Staatsfonds sind.

Kapitalmarktexposition: strategische Investoren halten

1 = <15%

2 = <25%

3 = <50%

4 = <75%

5 = >75%

KME steht demnach für die Kapitalmarktexposition des Unternehmens gemäß dieser Kategorien. Die Haltedauer steht für die geschätzte Mindestheldauer anhand der Daten von Unternehmensregister und BaFin in Tagen. In der letzten Spalte ist zusätzlich die durchschnittliche geschätzte Haltedauer (ungewichtet) der durch bedeutsame institutionelle Investoren gehaltenen bedeutsamen Beteiligungen an den jeweiligen Unternehmen aufgeführt. Die identifizierten Fonds mit Stimmrechtsanteilen oberhalb der 3% Schwelle sind in dieser Darstellung in ihre Muttergesellschaften integriert.

Unternehmen	KME	Investor(en)	Haltedauer	Ø-Haltedauer
Adidas AG	1	UBS	727	507
		Barclays	4	
		BlackRock	226	
		Fidelity	435	
		Capital Group	896	
		Invesco	567	
		The Bank of New York Mellon	694	
Allianz SE	1	UBS	396	526,5
		Barclays	323	
		BlackRock	226	
		AXA	1161	
		JPMorgan Chase & Co.	91	

BASF SE	1	UBS Barclays BlackRock AXA	2 138 226 737	275,5
Bayer AG	1	UBS Credit Suisse BlackRock Fidelity Capital Group AXA Allianz	1 72 226 354 751 124 246	253,5
Beiersdorf AG	4	Capital Group Allianz	619 2354	1486,5
BMW AG St	3	AXA Allianz	168 40	104
Commerzbank AG	3	UBS Credit Suisse Barclays Capital Group Allianz Société Générale UniCredito Italiano JP Morgan	365 570 191 347 548 1 5 3	289
Daimler AG	1	UBS BlackRock Capital Group Staat Kuwait Staat Abu Dhabi	359 226 882 1291 478	647
Deutsche Bank AG	1	UBS Credit Suisse Barclays BlackRock Capital Group AXA Allianz DEKA International	434 966 323 226 25 966 2 150	386,5
Deutsche Börse AG	1	UBS Credit Suisse Barclays BlackRock Fidelity Capital Group FranklinTempleton SunLife Staat Norwegen Atticus Children's Investment Wellington	387 27 8 226 983 195 385 310 20 1447 1161 36	423
Deutsche Lufthansa AG	1	UBS Barclays BlackRock AXA DEKA Investment Janus Commerzbank	7 605 226 1003 327 77 210	374
Deutsche Post AG	3	BlackRock AXA Capital Group Lansdowne Partners	226 280 161 237	222
Deutsche Telekom AG	3	BlackRock Brandes	226 503	364,5

E.ON AG	1	UBS BlackRock Capital Group Staat Norwegen	64 226 372 561	305,75
Fresenius Medical Care AG	4	BlackRock AXA Thornburg Investment	136 20 294	150
Fresenius SE Vz	4	Fidelity	1018	1018
Henkel KGaA	4	Silchester	752	752
Infineon Technologies AG	1	Credit Suisse BlackRock Fidelity AXA Franklin Templeton Staat Norwegen Bank of America / Merrill Lynch Brandes Dodge&Cox Odey Asset Management Platinum Investment	2 226 707 309 956 105 547 945 1291 393 209	517
K+S AG	2	BlackRock Fidelity Capital Group Franklin Templeton The Bank of New York Mellon Allianz Prudential The Bank of N.T. Butterfield Son Janus Capital Morgan Stanley	226 435 583 274 717 340 267 1039 231 6	412
Linde AG	1	BlackRock Fidelity Capital Group Franklin Templeton SunLife Allianz Banco Santander Commerzbank Morgan Stanley UniCredito Italiano Artisan	226 678 378 374 1291 1291 1 813 8 2 120	409,5
MAN SE St	3	UBS BlackRock AXA Alecta pensionsförsäkring	647 472 442 31	398
Merck KGaA	4	UBS Credit Suisse BlackRock Capital Group AXA Franklin Templeton SunLife JP Morgan Schroders Morgan Stanley Barclays	374 14 226 414 266 675 1007 271 174 13 1655	462
Metro AG St	4	UBS	744	744
Münchener Rück AG	1	UBS Barclays BlackRock AXA	769 427 226 1057	489

		Allianz	422	
		Fidelity	31	
RWE AG St	2	UBS	1	315,5
		Barclays	36	
		BlackRock	226	
		Capital Group	918	
		Allianz	396	
Salzgitter AG	3	Barclays	848	437
		BlackRock	226	
		Children 's Investment	237	
SAP AG	1	BlackRock	226	425,5
		Capital Group	625	
Siemens AG	1	BlackRock	226	242
		Capital Group	79	
		Deka Investments	422	
ThyssenKrupp AG	3	UBS	1	247
		Barclays	114	
		BlackRock	119	
		Deka Investments	431	
		Commerzbank	570	
Volkswagen AG Vz	4	UBS	404	368
		Staat Qatar	332	

Bei der ersten Betrachtung fällt als Grundtendenz auf, dass die identifizierten bedeutsamen Anleger im Betrachtungszeitraum Unternehmen mit hoher Kapitalmarktexposition, also mit kleinen bzw. ohne strategische Investoren, bevorzugen. Gleichzeitig werden Unternehmen mit niedriger Exposition gegenüber dem Kapitalmarkt bzw. mit einem oder mehreren in großem Umfang beteiligten strategischen „Ankerinvestoren“ eher gemieden oder nur sehr schwach frequentiert.

Eine markante Ausnahme von dieser Regel stellt allerdings die Merck KGaA dar, die ungeachtet der Tatsache, dass nur knapp 30% ihres Grundkapitals frei gehandelt werden, das Lieblingsanlageobjekt bedeutsamer Anleger ist. Eine weitere Ausnahme stellt die Commerzbank dar, wobei die hier investierten strategischen Anleger, die Bundesrepublik Deutschland sowie (im Zuge der Veräußerung der Dresdner Bank) die Allianz, ihre Beteiligungen erst seit dem Jahr 2009 halten, während die Beteiligungen der erhobenen institutionellen Investoren zu diesem Zeitpunkt schon erloschen waren. Diese Aussage ist vor dem Hintergrund zu betrachten, dass sie augenscheinlich ist und nicht auf einer Korrelationsrechnung beruht, da aus Aufwandsgründen keine systematische Überprüfung statistischer Zusammenhänge möglich ist.

Die durchschnittlichen geschätzten Mindesthaltedauern ergeben ein relativ homogenes Bild. Bei einigen Ausreißern in beide Richtungen, verursacht durch sehr kurz bzw. lange gehaltene Beteiligungen oder eine sehr geringe Anzahl von Anlegern im jeweiligen Unternehmen, lässt sich anhand dieser Daten eine durchschnittliche Mindesthaltedauer der durch institutionelle Anleger gehaltenen Beteiligungen in den Unternehmen des DAX-30 annehmen, welche zwischen acht Monaten und anderthalb Jahren liegt. Eine Differenzierung anhand der Kapitalmarktexposition lässt ebenfalls auf eine gleichmäßige Verteilung der geschätzten Mindesthaltedauern schließen, mit der Ausnahme, dass die Beteiligungen an sehr schwach kapitalmarkt-exponierten Unternehmen meist überdurchschnittlich lange gehalten werden. Dies könnte aber auch zurückzuführen sein auf die niedrige Anzahl der in diesen Unternehmen gehaltenen Beteiligungen oder dafür sprechen, dass die hier investierten Anleger als strategische Investoren auftreten.

Zur Verdeutlichung der schon beschriebenen Mindesthaltedauern mit Bezug auf den Typus des Investors folgt an dieser Stelle noch eine Tabelle mit der Auflistung aller Haltedauern der jeweiligen Investoren ergänzt um deren Durchschnittswert. Die Fonds mit Beteiligungen über der 3%-Schwelle sind hier nicht aufgeführt, da ihre Daten schon voranstehend beschrieben wurden. Die Tabelle stellt eine Betrachtung zum Stichtag des 15.7.2010 dar und ist

Investor	Anlegertyp	Haltedauern in Tagen	Durchschnitt
BlackRock	1	22x 226, 136, 472, 119	227
Capital Group Companies	1	896, 751, 619, 347, 882, 25, 195, 161, 372, 583, 378, 414, 918, 625, 79	483
Dodge & Cox	1	1291	1291
Fidelity	1	435, 354, 983, 1018, 707, 435, 678, 31	579
Franklin Templeton	1	385, 956, 274, 374, 675	533
Invesco	1	567	567
Silchester	1	752	752
Sun Life	1	310, 1007, 1291	869
Banco Santander	2	1, 3629	1815
Barclays Bank / Barclays Global Investors	2	4, 323, 138, 191, 323, 8, 605, 1655, 427, 36, 848, 114	389
The Bank of Butterfield & Son	2	1039	1039
The Bank of NY Mellon	2	694, 717	705,5
Allianz SE	3	246, 2354, 40, 548, 2, 340, 420, 1291, 422, 396	605
Assicurazioni Generali S.p.A	3	2908	2908
AXA S.A.	3	1161, 737, 124, 168, 966, 1003, 280, 20, 309, 442, 266, 1057	544
Abu Dhabi	4	478	478
Kuwait	4	1291	1291
Norwegen	4	20, 561, 105	229
Qatar	4	332	332
UBS AG	2	727, 396, 2, 1, 365, 359, 434, 387, 7, 64, 647, 374, 744, 769, 1, 1, 404	334
Credit Suisse Group	2	72, 570, 966, 27, 2, 14	275
DEKA International	2	150, 327, 422, 431	332
JP Morgan Chase & Co	2	271, 91, 3	121
Société Générale S.A	2	1	1
UniCredit Group	2	5, 2	3,5
WestLB AG	2	15	15
Atticus	0	1447	1447
The Children's Investment	0	1161, 237	699
Wellington Management	1	36	36
Commerzbank	2	813, 570, 210	531
Janus	1	77, 231	154
Lansdowne Partners	0	237	237
Brandes Investment	1	503, 945	724
Thornburg Investment	1	294	294
Merril Lynch / B. of America	2	547	547
Platinum Investment:	1	209	209
Odey Asset Mangement:	1	393	393
Prudential plc:	1	267	267
Morgan Stanley:	2	6, 8, 13	9
Artisan Partners:	1	120	120
Schroders plc:	1	174	174
Alecta pensionsförsäkring:	3	31	31

Die durchschnittliche Mindesthaltedauer nach Anlegertypus differenziert ergibt nun folgendes Bild:

Die 17 Kapitalanlagegesellschaften halten ihre insgesamt 70 Investitionen durchschnittlich 410 Tage, während die 14 Banken sich 58 mal mit durchschnittlich 378 Tage beteiligen. Zu dieser Investorengruppe fällt auf, dass einige Banken ihre Beteiligungen nur sehr kurzfristig halten (weniger als zwei Wochen) und damit den Durchschnittswert reduzieren. Die Gründe für diese kurzfristigen Beteiligungen können vielfältig sein, sind in dieser Form der Betrachtung aber nicht ersichtlich.

Die identifizierten Versicherungen beteiligen sich im Durchschnitt 646 Tage, wobei eine seit acht Jahren gehaltene Investition den Wert der insgesamt 24 Beteiligungen von vier zu dieser Kategorie zählenden Investoren erhöht. Für die vier im Betrachtungszeitraum an DAX-Unternehmen beteiligten Staatsfonds ergibt sich nach Auswertung der Daten des Unternehmensregisters und der BaFin eine durchschnittliche Mindesthaltedauer von 557 Tagen für die fünf erhobenen Beteiligungen. Aus Sekundärquellen ist zu erfahren, dass der Staat Kuwait sich schon seit Mitte der Siebziger Jahre am Daimler-Konzern beteiligt, was über die hier verwendeten Quellen nicht ersichtlich ist und in Verbindung mit der geringen Umschlagshäufigkeit der Anteile wiederum dafür spricht, dass Staatsfonds als strategische „Ankerinvestoren“ auftreten können, welche auf Grund des Forschungsinteresses an Finanzinvestoren in dieser Studie ausgeblendet bleiben.

Die durchschnittliche Mindesthaltedauer der vier, durch die drei identifizierten Hedgefonds gehaltenen, Investitionen liegt nach den vorliegenden Daten bei 770 Tagen, was für diesen Typ von Investoren ein erstaunlich hoher Wert ist, welcher aber mit dem langfristigen Engagement zweier Hedgefonds in dem Unternehmen „Deutsche Börse“ zu erklären ist und gegen die Annahme spricht, dass „Event-Driven“-Hedgefonds bedeutsame Beteiligungen an Unternehmen des DAX-30 halten.

Insgesamt bewegen sich die angenommen durchschnittlichen Mindesthaltedauern aller Kategorien also zwischen einem und zwei Jahren, wobei für Kapitalanlagegesellschaften und Banken die niedrigsten Durchschnittswerte angenommen werden können und für die (wenigen) identifizierten Hedgefonds die höchsten.

4. Philosophien, Anlagestrategien und Shareholder Activism ausgewählter bedeutsamer Investoren aus Selbstbeschreibungen

Da hier nur Aussagen über einige Anleger getroffen werden, welche hoch selektiv, über ihre Größe bzw. ihre Bedeutsamkeit ausgewählt wurden, sind darüber keine Aussagen über andere Investoren möglich. Die Erläuterungen beziehen sich auf die Selbstbeschreibungen der ausgewählten Investoren, der „Capital Group Companies“ und „BlackRock“, welche beide US-amerikanischer Herkunft sind.

4.1 Investmentphilosophien

Die Kapitalanlagegesellschaft BlackRock beschreibt auf ihrer Website als den Kern ihrer Investmentphilosophie die Überzeugung, dass die Bedürfnisse der Kunden für sie von höchster Bedeutung sind und die Verwaltung der Kundenvermögen ihr einziges Geschäft ist. Black Rock ist nach eigener Aussage bestrebt, immer im besten langfristigen Interesse ihrer Kunden zu handeln und hat zu diesem Zweck ein Team von Investment-Profis mit signifikanter Erfahrung in den globalen Kapitalmärkten zusammengestellt.

BlackRock verfolgt einen dreidimensionalen Managementansatz für die Organisation des Unternehmens um funktionelle, produktbezogene und regionale Elemente zur Unterstützung der Zielsetzungen ihrer Kunden zu nutzen. Die funktionelle Dimension steht für einen Blick auf die Aktivitäten der Gesellschaft mit speziellen Aufgaben, wie etwa dem Portfolio-Management. Die produktbezogene Dimension bringt die interdisziplinäre Kompetenz zusammen, welche benötigt wird beim Management verschiedener Anlageklassen für einen Kunden, während das Managementmodell über den regionalen Aspekt die einzigartigen, geographie-spezifischen Bedürfnisse der Kunden und die Bedeutung lokaler regulatorischer Fragen nicht außer Acht lässt.

Mit diesem dreidimensionalen Managementkonzept soll nach BlackRock's Angaben versucht werden, Konstanz auf globaler Grundlage sicherzustellen, auf Kunden- bzw. lokale Bedürfnisse maßgeschneiderte Produkte anzubieten, das Teamwork zu fördern und operationale Integrität und Effizienz zu ermöglichen.³

Die Gesellschaften, welche die Capital Group Companies umfassen, eint nach eigener Angabe eine Investmentphilosophie, welche sich durch vier Zentrale Überzeugungen auszeichnet.

Die erste Überzeugung besteht darin, dass zuverlässige Forschung wesentlich ist für solide Investmententscheidungen, weshalb erfahrene Analysten angestellt werden, welche regelmäßig umfassende Informationen über Märkte und Unternehmen auf der ganzen Welt sammeln.

Als zweite Überzeugung gibt die Capital Group an, dass nach ihrer Meinung Investitionsentscheidungen nicht leichtfertig getroffen werden sollten. Um dies zu gewährleisten wird nicht nur auf umfangreiche Forschung gebaut, die Investmentprofis sollen auch alles tun, um die Differenz zwischen dem grundsätzlichen Wert eines Unternehmens und seinen Marktpreis zu bestimmen. Fundamentales Research spielt also eine wesentliche Rolle in der Philosophie dieser Kapitalanlagegesellschaft.

Eine weitere wichtige gemeinsame Überzeugung ist der Glaube an einen langfristigen Ansatz. Dies wird nach Aussagen der Capital Group reflektiert durch eine sehr geringe Fluktuation im Depot- bzw. Portfoliobestand. Im Übrigen bleiben die Investmentprofis normalerweise für viele Jahre bei der Capital Group und werden entsprechend den langfristigen Ergebnissen ihrer Investments entlohnt.

3 <http://www2.blackrock.com/global/home/AboutUs/Philosophy/index.htm>

Die Capital Group glaubt außerdem, dass verschiedene Perspektiven sehr wertvoll sind. Die Vermögenswerte der einzelnen Fonds oder Portfolios sind aufgeteilt auf eine Reihe von Portfolio-Managern, welche unabhängige Investitionsentscheidungen treffen und ihre Anteile verwalten, als ob sie eigenständige Fonds wären. Im Laufe der Zeit hat diese Methode nach Capital Group-Angaben zu Konsistenz in den Ergebnissen und Kontinuität des Managements beigetragen.⁴

4.2 Adressaten/Kunden

Es folgt eine Beschreibung der Adressaten der zwei (nach Anzahl der Beteiligungen) größten bedeutsamen institutionellen Anleger aus Selbstbeschreibungen.

BlackRock:

Institutionelle Investoren:

Nach eigener Angabe hat BlackRock durch die Entwicklung von qualitativ hochwertigen Produkten für institutionelle Anleger ein diversifiziertes Geschäft aufgebaut, welches den Bedürfnissen der Anleger zu steuerpflichtigen und steuerfreien Anlagen weltweit gerecht wird. In der Selbstbeschreibung ist angegeben, dass die Kunden BlackRock nicht nur auf Grund deren Kompetenz und Flexibilität wählen, sondern auch wegen der Kreativität bei der Bewältigung von Unternehmens- und branchenspezifischen Herausforderungen. Die Weite von Black Rock's Produktpalette spiegelt nach ihrer Aussage, ebenso wie die Entwicklung der Kapitalanlagegesellschaft, deren proaktiven Ansatz zur Lösung von Kundenproblemen wieder. Die Langlebigkeit vieler Kundenbeziehungen wird als Beleg für BlackRock's Engagement im Kundenservice, die Stabilität des Unternehmens und der Entwicklung der Produktpalette angesehen.

Retail Investors:

Die Kompetenz im Investitions- und Risikomanagement, welche BlackRock nach eigener Angabe für das Management institutioneller Anlagen besitzt, ist weltweit auch über separat verwaltete Accounts, offene und geschlossene Fonds, Offshore-Fonds und alternativen Anlageinstrumente erhältlich. BlackRock erläutert, dass koordinierte Bemühungen im Marketing und Kundenservice maßgeschneidert werden um sicherzustellen, dass die Ressourcen des Unternehmens den speziellen Bedürfnissen von Finanzmarktintermediären und ihren Kunden weltweit zugute kommen.⁵

4 http://www.capgroup.com/about_us/investment_philosophy.html

5 <http://www2.blackrock.com/global/home/AboutUs/Clients/index.htm>

Capital Group:

Die Capital Group Companies verwalten nach eigener Angabe die Investitionen von Einzelpersonen und großen Institutionen durch Investmentfonds und unabhängig verwaltete Konten.⁶

Privatanleger:

Als Investitionsmöglichkeiten werden für Einzelpersonen unterschiedliche Formen von Investmentfonds^{7,8,9,10} nach Regionen spezifiziert angeboten, welche von der Capital Group bzw. einer Tochterunternehmung verwaltet werden. Als weitere Anlagemöglichkeit, welche ausschließlich für sehr wohlhabende Privatkunden und Stiftungen angeboten wird, existiert die „Private Client Services“, also die Privatvermögensverwaltung¹¹.

Institutionelle Investoren:

Die Capital Group Companies verwaltet auch die Investitionen von weltweit beheimateten großen Institutionen. Zu den Kunden gehören Unternehmen, Regierungen, Rentenversicherungen sowie gemeinnützige Gesellschaften bzw. Non-Profit-Organisationen wie beispielsweise Stiftungen. Für institutionelle Anleger stehen zwei, unterschiedlichen Tochterunternehmen der Capital Group zugeordnete, Investmentoptionen zu Verfügung¹². Die „Capital Guardian“ und die „Capital International“ bieten institutionellen Investoren festverzinsliche sowie ausgewogene Anlageportfolios durch separat verwalteten Konten und zusammengesetzte Mischfonds an. Diese Dienste werden von öffentlichen und betrieblichen Altersversicherungen mit leistungsorientierten und beitragsorientierten Plänen sowie von Stiftungen auf der ganzen Welt eingesetzt. Im Übrigen können Institutionen auf die „CIPEF“, die „Capital International Private Equity Funds“ zugreifen, welches ein globales Private Equity-Programm darstellt, dass ebenfalls von der „Capital International“ gemanagt wird¹³.

An dieser Stelle werden zum Verständnis kurz die verschiedenen Tochterunternehmen der Capital Group, geordnet nach Adressaten aufgeführt:

Für Privatpersonen sind die Unternehmen American Funds¹⁴ und American Funds – Retirement Planning Center¹⁵ auf dem US-amerikanischen Markt zuständig, die Capital International Asset Management¹⁶ betreut kanadische Kunden, die Capital International Funds¹⁷ ist auf

6 http://www.capgroup.com/our_services/index.html

7 http://www.capgroup.com/our_services/individuals/us_mutual_funds.html

8 http://www.capgroup.com/our_services/individuals/eu_investment_funds.html

9 http://www.capgroup.com/our_services/individuals/ca_mutual_funds.html

10 http://www.capgroup.com/our_services/individuals/jp_investment_trusts.html

11 http://www.capgroup.com/our_services/individuals/personal_inv_mgmt.html

12 http://www.capgroup.com/our_services/institutions/institutional_investing.html

13 http://www.capgroup.com/our_services/institutions/global_private_equity.html

14 <https://www.americanfunds.com/default-home.htm>

15 <http://americanfundsretirement.retire.americanfunds.com/home.htm>

16 <http://www.capitalinternational.ca/>

17 http://www.capitalinternationalfunds.com/servlet/ContentServer?pagename=cif/europe/inv/page&assetName=EEU_InvHomepage

dem europäischen Markt tätig, während die Capital International¹⁸ in Japan ansässig ist und die Private Client Services¹⁹ sich für die sehr vermögenden Kunden der Capital Group einsetzt. Für institutionelle Anleger sind in der Capital Group die Capital Guardian²⁰, die Capital International²¹ sowie für Institutionen mit dem Bedürfnis nach Private Equity-Investitionen die Global Private Equity²² zuständig.

4.3 Anlagestrategien

Capital Group:

Die „Investmentansätze“, welche von allen Tochterunternehmen angeboten werden, sind hier exemplarisch für die gesamte Anlagegesellschaft anhand der Capital International (der europäischen Tochter) dargestellt²³:

Der Kern der Anlagestrategien der Capital Group Companies lässt sich mit dem Zitat „Long-term thinking is central to Capital International Funds’ investment philosophy“ beschreiben. Die Capital International Funds glauben nach eigener Angabe immer daran, dass „time, not timing“ den Investoren am meisten nutzt. Die Forschung der Capital Group ist nach Selbstbeschreibung nicht angelegt auf „short-term“-Gewinne, die Analysten suchen stattdessen Unternehmen mit starken Positionen in ihren Branchen um solides langfristiges Wachstum zu identifizieren. Der wahre Wert dieser Unternehmen wird nach Ansicht der Capital Group häufig am Markt nicht erkannt, weshalb der Wert sich im Marktpreis oft erst nach einiger Zeit widerspiegelt. Aus diesem Grund halten die Fonds der Capital Group nach eigener Aussage ihre Beteiligungen über einen durchschnittlichen Zeitraum von drei Jahren.

Die Capital Group beschreibt die Strategie einer Investition in ein Unternehmen wie folgt: Es wird der fundamentale Wert betrachtet, eigene Forschung betrieben und in Unternehmen investiert, welche langfristiges Potenzial haben. Damit verbunden ist die Bereitschaft zu warten, bis sich dieses Potential entfaltet.

Die Investmentansätze sind in fünf, für die Kunden der Capital Group zur Auswahl stehende Anlageziele unterteilt, für die jeweils verschiedene Anlagemöglichkeiten bestehen:

Fonds, welche nach dem „Growth of capital“-Ansatz geführt werden, investieren hauptsächlich in Aktien. Dieser Ansatz ist angedacht für Kunden mit dem Ziel des langfristigen Kapitalwachstums. Die Anleger sollen von der Expertise der Manager profitieren, die auch institutionelle Kunden mit vergleichbaren Zielen betreuen. Die Capital Group erklärt, dass bei diesem Investmentansatz ein Verlustrisiko besteht, welches gerade über kurzfristige Perioden höher ist.

18 http://www.capitalinternational.co.jp/cs/Satellite?c=Page&cid=1178801778253&pagename=ITM/Page/ITM_Page

19 <http://capitalgrouppcs.com/home.html>

20 https://server.capgroup.com/capgroup/cg_home_na.jsp

21 https://server.capgroup.com/capgroup/cg_home_eu.jsp

22 http://server.capgroup.com/capitalinternational/private_equity/

23 http://www.capitalinternationalfunds.com/servlet/ContentServer?pagename=cif/europe/inv/page&assetName=EEU_InvFundsataGlance

Für Kunden mit langfristigem Vermögenswachstum und Vermögensschutz als Zielen gibt es Fonds mit dem „Growth and income“-Ansatz. Diese investieren ebenfalls hauptsächlich in Aktien und die Anleger profitieren von der Fokussierung auf den Schutz des Kapitals, weil das Dividendeneinkommen einen Großteil des Gesamtertrags darstellt. Das Verlustrisiko soll bei diesem Ansatz vor allem über kurzfristige Perioden moderater sein.

Der „Objective-based“-Ansatz, für Anleger mit spezifischen Zielen, verspricht neben der Aktienanlage Investitionen in verschiedenen Anlageklassen, beispielsweise Anleihen aus Industrieländern und Emerging Markets, um diese Ziele zu erreichen. Die Investoren sollen hier bei möglichen, aber nicht sehr stark ausgeprägten, kurzfristigen Verlustrisiken vom globalen Research der zusammenarbeitenden Analysten mit verschiedenen Fachgebieten profitieren.

Fonds der vierten präsentierten Anlagemöglichkeit „High-income bonds“, also hochverzinsliche Anleihen, für Anleger, welche bei niedriger Volatilität bessere Ergebnisse als mit herkömmlichen Anleihen erzielen wollen, investieren in eine Kombination von hochverzinslichen Unternehmensanleihen und Staatsanleihen aus den Emerging-Markets.

Für Anleger welche eine höhere Gesamrendite als mit Barmittelanlagen möglich erzielen wollen, bieten die Capital International Funds den Fondstyp „Investment-grade fixed income“ an. Diese Fonds investieren in eine Kombination aus Unternehmens- und Staatsanleihen mit Investmentstatus, wobei die Kunden von der makroökonomischen „Top-Down“-Analyse in Kombination mit fundamentelem „Bottom-Up“-Research profitieren sollen. Bei dieser Art von Fond können Rendite und Kapitalwert schwanken.

Die in der Untersuchung als bedeutsame Anleger in den DAX-Unternehmen identifizierten Fonds, der „Capital World Growth and Income Fund“ und der „Europacific Growth Fund“ fallen, wie die Namen bereits suggerieren, unter die beiden ersten beschriebenen Investmentansätze.

Die Fondsstrategien sind immer in den auf der Homepage verfügbaren Prospekten bzw. in den „SAI's“ (Statements of Additional Information) zum jeweiligen Fond zu finden.

BlackRock:

BlackRock bietet nach eigenen Angaben²⁴ eine breite Auswahl an Investmentmöglichkeiten an, welche die vielfältigen Bedürfnisse und Vorlieben ihrer Kunden widerspiegeln. Dazu gehören nach eigener Angabe renditemaximierendes aktives Management und hocheffiziente Indexstrategien. Als Beispiele werden neben „fixed-income Portfolios“, welche exponiert sind gegenüber globalen Anleihen, auch „bond-Portfolios“, welche in verschiedenen Währungen angegeben sind aufgeführt. Für Aktienanlagen werden ebenfalls unterschiedliche Strategien angeboten, welche von auf verschiedene Regionen fixierte Fonds, über kategoriespezifische Fonds bis zu Strategien mit dem Fokus auf mehrere Anlageklassen reichen. Die Strategien sind darauf zugeschnitten, steuerpflichtige und –befreite Investoren mit unterschiedlichen Rendite- und Risikovorstellungen anzusprechen.

24 <http://www2.blackrock.com/global/home/AboutUs/StrategiesVehicles/index.htm>

In Deutschland bietet BlackRock mehr als 200 verschiedene Produkte an, wodurch sich eine genauere Untersuchung der angebotenen Strategien für diese Erhebung als zu umfangreich erweist.

Der große Umfang einiger Beteiligungen der BlackRock reflektiert nach eigenen Angaben²⁵ nur die Position als eine der größten Anlagegesellschaften weltweit. Das Ausmaß der Anlagen bei BlackRock ist trotz starker Diversifizierung in manchen Märkten der Grund für signifikante Beteiligungen an bestimmten Unternehmen. Darüber hinaus werden zwei Drittel der Aktienanlagen über passiv gemanagte und Indexfonds getätigt, was bedeutet, dass für diese Investitionen keine fundamentale Forschung betrieben wurde.

Einen Überblick über die verschiedenen Strategien der BlackRock - deren Aktionärsstruktur sich im Übrigen wie folgt darstellt: Bank of Amerika (nach Übernahme von Merrill Lynch): 34,1 %; PNC Financial Services: 24,6; Barclays PLC (durch Verkauf von BGI an BlackRock): 19,9 % - bietet die Website der Kapitalanlagegesellschaft²⁶

4.4 Aussagen zu Shareholder Activism

Zwei der größten im DAX investierten Fonds, der „Capital World Growth and Income Fund“ und der „Euro Pacific Growth Fund“, welche von einer zur Capital Group gehörenden Tochtergesellschaft gemanagt werden, können geben in ihren „Statements of additional information“ im Bereich „Fund Policies“ an:

„The fund may not invest in companies for the purpose of exercising control or management.“

Auch in den SAI's des Dodge & Cox International Stock Fund, dem dritten identifizierten Fonds mit einer Beteiligung von mehr als 3% gehaltenen Stimmrechten an einem DAX-Unternehmen, findet sich als „Investment-Restriction“ eine ähnliche Formulierung:

„... each Fond may not (...) Invest in any company for the purpose of exercising control or management.“

Es ist also ersichtlich, dass es den im DAX bedeutsam investierten Fonds nicht gestattet ist, durch Investitionen die Kontrolle über Unternehmen oder deren Management zu erlangen.

Von diesen kurzen Informationen aus den Fondbeschreibungen abgesehen, finden sich in den Selbstbeschreibungen der Kapitalanlagegesellschaften nur wenige Aussagen über ihre Shareholder-aktivistischen Tätigkeiten.

Da die Capital Group, wie auch BlackRock, fundamentales Research betreiben und gemanagte Fonds anbieten, kann vermutet werden, dass die Wahrscheinlichkeit der kommunikativen Interaktion mit den börsennotierten Unternehmen und damit auch potentiell der Einflussnahme besteht. Durch den Bezug zum realwirtschaftlichen Referenzobjekt kann zumindest von einer höheren Wahrscheinlichkeit der Einflussnahme ausgegangen werden als bei passiv gemanagten (Index-)Fonds, welche versuchen mit ihrem Portfolio einen Börsenindex oder eine

25 <http://www2.blackrock.com/content/groups/global/documents/literature/111119185.pdf>

26 <http://www2.blackrock.com/global/home/AboutUs/StrategiesVehicles/Full/index.htm>

Branche abzubilden oder gar High-Frequency-Tradern, deren Kauf- und Verkaufsentscheidungen vollautomatisch getroffen werden und mitunter in Sekundenbruchteilen vollzogen werden.

Für diese Hypothesen spricht, dass Capital International (wie auch BlackRock) zu den Unterzeichnern der „UN Principles for Responsible Investment“ zählt. Die Aussagen, welche von der Capital International in ihrem Prospekt zu „Responsible Investing“²⁷ getroffen werden, lassen ebenfalls auf diese Annahmen schließen. So wird angegeben, dass die Analysten und Portfoliomanager jedes Jahr tausende Unternehmensbesuche durchführen und sich regelmäßig mit den Managern der Unternehmen treffen um auf jede Art von Anliegen zu reagieren. Wenn die Investment-Profis der Capital Group Fragen identifizieren, welche die langfristige Wertsteigerung eines Unternehmens betreffen könnten, setzen sie sich diesbezüglich (wenn nötig mit Unterstützung des Capital Group-Governance-Teams) mit dem Management auseinander. Die Rückmeldung des Managements sowie deren Verständnis der Problematik und die Schritte, welche unternommen werden um etwaige Risiken zu minimieren, stellen einen wichtigen Teil der Beurteilung der Managementqualität dar, welche wiederum einer der Schlüsselfaktoren bei der Auswahl von Unternehmensbeteiligungen ist. Wenn die Capital Group der Meinung ist, dass es im besten ökonomischen Interesse ihrer Kunden wäre, eine Beteiligung zu beenden, wird dies einer Intervention bevorzugt. In dem angesprochenen Prospekt wird darauf hingewiesen, dass die Capital International bestrebt ist, für alle von ihnen gehaltenen Stimmrechtsanteile abzustimmen, was sie nach ihrer Aussage auch schon seit Jahren tut.

Entscheidungen zu Proxy-Votes und Corporate Action werden von der Capital Group (auf Grundlage der Empfehlungen der eigenen Analysten und geprüft durch regionale „Proxy-Voting-Komitees“) unternehmensintern getroffen, wodurch nach eigener Aussage Konstanz gefördert wird und die Möglichkeit besteht, auf regionale Unterschiede einzugehen. Im Übrigen beschäftigt die Capital Group nach eigener Angabe ein Governance- und Proxy-Team, welches über spezielles Know-How verfügt und ermöglicht, weltweit einen einheitlichen Satz von Richtlinien und Verfahren anzuwenden.

BlackRock nimmt in den „Proxy Voting and Shareholder Engagement FAQs“ für Europa inkl. Großbritannien²⁸ Bezug zu ihrem Abstimmverhalten bei Aktionärsversammlungen. So beschäftigt die Anlagegesellschaft ebenfalls ein „Corporate Governance and Responsible Investment Team“, welches Proxy-Voting-Entscheidungen trifft und auf die Expertise der haus-eigenen Portfoliomanager und Researcher sowie andere interne und externe Ressourcen zurückgreifen kann. Im Allgemeinen wird versucht, bei allen Entscheidungen zum Abstimmungsverhalten das langfristige finanzielle Interesse der Kunden zu wahren. Es werden zwar unternehmensspezifische Umstände berücksichtigt, es wird aber generell entsprechend der publizierten Corporate Governance-Richtlinien abgestimmt. Das Team wird beaufsichtigt von einem Komitee bestehend aus den erfahrensten Anlageprofis der BlackRock und fünf zusätzlichen regionalen Komitees.

27 https://server.capgroup.com/capgroup/action/getContent/file/GIG/Europe/about/public/Responsible_Investing.pdf

28 <http://www2.blackrock.com/content/groups/global/documents/literature/111119185.pdf>

Zusätzlich zu Proxy Voting-Entscheidungen werden hier auch Aussagen getroffen zu weiterführender direkter Kommunikation mit den Unternehmensführungen der Anlageobjekte. BlackRock gibt an, dass neben der konsequenten Nutzung aller Stimmrechte das Engagement des Anlegers auch kurze Gespräche sowie One-to-One Meetings umfasst.

Im Wesentlichen sollen über die Kommunikation mit den Unternehmen die Bedenken der BlackRock über Belange, welche potenziell bedeutenden Einfluss auf die langfristige wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Unternehmens haben, vermittelt werden. BlackRock bevorzugt es Unternehmen zu ermutigen, ihre Praktiken, wo es für nötig gehalten wird, zu ändern, anstatt die gehaltenen Anteile zu veräußern, was ohnehin durch passiv gemanagte oder Indexfonds nicht in jedem Fall möglich ist.

4.5 Corporate Governance Forderungen/Erwartungen

Die Capital International, die europäische Tochter der Capital Group gibt in ihrem Prospekt zu „Responsible Investing“ an, dass sie in Unternehmen an denen Anteile gehalten werden die Entwicklung von Corporate Governance-Regelungen unterstützen. Die ca. 100 firmeneigenen Analysten der Capital Group evaluieren bei ihrer Unternehmensrecherche neben den finanziellen Faktoren auch die nicht-finanziellen Faktoren soweit sie als relevant für den langfristigen Wert angesehen werden, wozu Gegenstände aus den Bereichen Umwelt, Soziales und Governance zählen. Diese Faktoren finden Berücksichtigung in den von diesen Analysten getroffenen „Proxy-Voting“- und „Corporate Action“-Entscheidungen. In den Selbstbeschreibungen von BlackRock finden sich ähnliche Formulierungen²⁹. Auch bei diesem Investor fließen demnach soziale, ethische, und umweltbezogene Gesichtspunkte in Entscheidungen ein, wenn sie ökonomische Risiken oder Möglichkeiten bergen.

Bei Wahlen auf Aktionärsversammlungen britischer Unternehmen fließen in die Entscheidungsfindung der Capital Group auch Informationen über die Einhaltung oder Nicht-Einhaltung des „Corporate Governance Codes“ ein, welcher vergleichbar ist mit dem „Deutschen Corporate Governance Kodex“ und damit nur für Aktiengesellschaften gilt, nicht aber für Anleger. Nach eigener Aussage unterstützt die Capital International die jüngsten Entwicklungen der Corporate Governance-Leitlinien in Großbritannien und wird sich auch weiterhin daran beteiligen. Der Investmentprozess der Capital International, welche hier exemplarisch für die Capital Group steht, ist laut Selbstbeschreibung vereinbar mit dem neuen „UK Stewardship Code“ des Financial Reporting Council, welcher erstmals in einem Kodex Corporate Governance-Anforderungen an Kapitalanlagegesellschaften formuliert. Durch diesen Kodex harmonisieren nun die Anforderungen an Unternehmensführungen im Vereinigten Königreich, da neben den Emittenten jetzt auch die Anleger über Best-Practice-Bestimmungen informiert sind.

Viele der im „Stewardship Code“ aufgeführten Prinzipien sind nach eigener Aussage auch in den Märkten außerhalb des Vereinigten Königreichs relevant für den Investmentansatz der Capital International. Die Maximen, denen sich die Capital International damit unterwirft, beschreiben Anforderungen an eine transparente Stimmrechtsausübung und Vorkehrungen für

29 <http://www2.blackrock.com/content/groups/global/documents/literature/111119185.pdf>

Interessenkonflikte. Die sieben Prinzipien des „Stewardship Code“, dessen Ziele mit einer stärkeren Verflechtung von Anlagekriterien und „Good Governance“ sowie dem Aufbau einer kritischen Gesamtheit an Investoren, welche ihre Aktionärsrechte ausüben und verantwortlich handeln, beschrieben werden können und denen sich die Capital International verpflichtet, stellen sich wie folgt dar:

- Die institutionellen Anleger sollen veröffentlichen, wie sie ihre treuhänderischen Pflichten wahrnehmen.
- Sie sollten Interessenkonflikte ernsthaft angehen und Lösungen derartiger Probleme öffentlich machen.
- Die institutionellen Investoren sollen die Unternehmen ihres Portfolios kontrollieren bezüglich ihrer Corporate Governance.
- Es sollen von den Investoren Richtlinien darüber getroffen werden, wann und wie Aktivitäten zur Sicherung und Verbesserung des „Shareholder value“ ausgeweitet werden.
- Sie sollen wenn nötig mit anderen institutionellen Anlegern zusammenarbeiten.
- Die institutionellen Investoren sollen ihr Stimmverhalten bekanntgeben und diesbezüglich eine klare, ebenfalls veröffentlichte Strategie verfolgen.
- Es sollte regelmäßig über die eigenen Verwaltungs- und Abstimmungsaktivitäten berichtet werden.

BlackRock handelt nach eigenen Angaben³⁰ ebenfalls im Einklang mit den meisten Prinzipien des „UK Stewardship Codes“. Ausnahmen bestehen darin, dass BlackRock nicht alle jährlichen Aktionärsversammlungen besucht, sondern stattdessen den Fokus auf One-to-One Meetings legt sowie einen individueller Ansatz verfolgt bezüglich Strategien zur Ausweitung von shareholderaktivistischen Tätigkeiten. Die Ausnahmen werden damit begründet, dass dies nach BlackRock's Ansicht dem langfristigen Interesse ihrer Kunden besser dient.

In den Selbstbeschreibungen der BlackRock³¹ sind ihre Corporate Governance-Richtlinien ersichtlich, aus denen entnommen werden kann, wie mit Interessenkonflikten umgegangen wird und welche Anforderungen an Mitglieder des „Board of Directors“ gestellt werden. An gleicher Stelle werden auf der Homepage des Anlegers der „Code of Business Conduct and Ethics“ und die ethischen Grundsätze für CEO's und SFO's dargestellt.

Die Corporate Governance-Erwartungen an Unternehmen an denen potentiell oder derzeit Beteiligungen gehaltenen werden sind hier nicht aufgeführt, konnten aber an anderer Stelle aufgefunden werden und werden am Ende dieses Abschnitts dargestellt.

In ihren „Proxy Voting Guidelines for European Securities“ wird Bezug genommen auf die in Deutschland gehaltenen Beteiligungen der BlackRock, mit Aussagen zu Eigenheiten des deutschen Systems. Da in deutschen Aktiengesellschaften neben dem Vorstand ein paritätisch besetzter Aufsichtsrat als Kontrollgremium agiert, verlangt BlackRock, dass dieser zu mindes-

30 http://www2.blackrock.com/content/groups/global/documents/web_content/1111121944.pdf

31 <http://www2.blackrock.com/global/home/InvestorRelations/CorporateGovernance/index.htm>

tens einem Drittel aus unabhängigen Mitgliedern besteht und höchstens zwei Aufsichtsräte ehemalige Manager des Unternehmens sein sollten. Im Übrigen unterstützt BlackRock nicht die variable Entlohnung von Aufsichtsratsmitgliedern und bevorzugt fixe Einkommen ohne Relation zu Dividenden- oder Gewinnzielen.

Im Fokus der Corporate Governance-Philosophie von BlackRock steht die Sicherung und Ausweitung des ökonomischen Werts der Unternehmen, in die für ihre Klienten investiert wird³². Allgemein ist BlackRock der Meinung, dass der Besitz von Stimmrechtsanteilen mit gewissen Rechten verbunden ist. Dazu gehören neben der Rechenschaftspflicht der Unternehmen für die Verwendung des Geldes der Anleger auch eine Kontrolle des Unternehmens und seiner Verwaltung um sicherzustellen, dass im Interesse der Shareholder gehandelt wird. Zu diesem Zweck soll nach BlackRock's Ansicht den Shareholdern das Recht eingeräumt werden, Vorstandsmitglieder zu wählen, zu entfernen und zu nominieren sowie die Unternehmenssatzung zu ändern. Außerdem sollten Shareholder in der Lage sein über für den Schutz des eigenen Investments maßgebliche Belange abzustimmen, wozu beispielsweise die Kapitalstruktur oder die Einkommensverteilung zählen. Um diese Rechte im eigenen besten Interesse wahrzunehmen müssen die Shareholder in den Augen der BlackRock hinreichend und rechtzeitig informiert werden, um befähigt zu sein, die Leistung von Unternehmen und Management qualifiziert einzuschätzen.

BlackRock fokussiert seinen Blick in den investierten Unternehmen auf den Vorstand, welcher als Bevollmächtigter der Shareholder prinzipiell unterstützt wird. Wenn diese Unterstützung im Sinne von Gegenstimmen oder Enthaltungen bei der Beschlussfassung schwindet, ist dies nach eigener Aussage ein Zeichen dafür, dass BlackRock darüber besorgt ist, dass der Vorstand oder das Management nicht im Interesse der Shareholder gehandelt haben oder nicht adäquat auf kommunizierte Bedenken bezüglich Strategie oder Betriebsführung reagiert haben.

BlackRock gibt an, dass Shareholder sich verantwortlich zeigen sollen durch ihr Investment in einem Unternehmen. Diese sich aus Besitz ergebende Verantwortung umfasst nach Ansicht der BlackRock eine Einflussnahme auf die Unternehmensführungen bezüglich Corporate Governance-Fragen, Stimmrechtsentscheidungen im langfristig besten ökonomischen Interesse der Shareholder und Kontakt zu Regulierungsbehörden um einen politischen Rahmen zu schaffen, der im Einklang steht mit der Förderung langfristiger Shareholder Value Interessen.

BlackRock erkennt an, dass die akzeptierten Corporate Governance-Standards nach unterschiedlichen Regionen und einzelnen Märkten differieren, das Primärziel ihrer Corporate Governance-Tätigkeiten ist aber immer die Sicherung und Wertsteigerung der Investments. Die Corporate Governance Anforderungen der BlackRock an Unternehmen, in denen Stimmrechtsanteile gehalten werden, betreffen meist die Wahrung der Shareholder-Interessen. Herausgestellt werden soll hier, dass BlackRock erwartet, dass die Unternehmen die Corporate Governance-Mindestanforderungen der heimischen Märkte erfüllen oder erklären, wieso deren nicht-Einhaltung im Interesse der Shareholder liegt.

32 <http://www2.blackrock.com/content/groups/global/documents/literature/111119184.pdf>

4.6 Aussagen zu Haltedauern

Direkte Aussagen zu Haltedauern ließen sich mit bis auf eine Ausnahme in den Selbstbeschreibungen nicht finden. Nur auf der Homepage der europäischen Tochter, der „Capital International Funds“ beziffert die Capital Group die durchschnittliche Haltedauer ihrer Unternehmensbeteiligungen mit drei Jahren. Dieser Wert ist höher, als durch die Erhebung der in Deutschland gehaltenen Beteiligungen seit 2007 angenommen werden kann.

Von dieser Aussage abgesehen, wird auf die Haltedauern der Beteiligungen in den Selbstbeschreibungen nur indirekt eingegangen. Die Capital Group, wie auch BlackRock, betonen mehrfach, dass sie langfristige Anlagestrategien verfolgen und diesen Anlagehorizont kontinuierlich verfolgen.

5. Fazit

Die Anzahl der von institutionellen Investoren gehaltenen Beteiligungen erhöhte sich über die Betrachtung des gesamten Erhebungszeitraums (Januar 2007 – Juli 2010) anhand der über das Unternehmensregister zugänglichen Daten auf 165 Investitionen, nachdem über die Erhebung der von der BaFin vorgehaltenen Datenbank nur 63 Investitionen dieses Anlegertyps am Stichtag des 15.4.2010 identifiziert werden konnten. Als bedeutsamste institutionelle Anleger treten in den untersuchten Indizes die Kapitalanlagegesellschaften „BlackRock“ und die „Capital Group Companies“ auf, der wichtigste erhobene Anleger deutscher Herkunft ist die Allianz.

Die geschätzten Haltedauern der von institutionellen Anlegern gehaltenen Beteiligungen ergeben, dass sämtliche Anlegerkategorien ihre Beteiligungen durchschnittlich mehr als ein Jahr halten und partiell sogar fast zwei Jahre. Bezüglich der bedeutendsten Investoren kann für BlackRock eine, durch das Datum des Anschlusses der Barclays Global Investors bedingte, durchschnittliche Mindestheldedauer von 227 Tagen und für die Capital Group von 483 Tagen angenommen werden.

Allgemein kann festgehalten werden, dass die Kapitalmarktexposition eines börsennotierten Unternehmens einen Einfluss hat auf die Attraktivität für institutionelle Investoren. Die Erhebung lässt erkennen, dass grundsätzlich ein Zusammenhang besteht zwischen der Anzahl der von Finanzinvestoren gehaltenen Beteiligungen an einem Unternehmen und dem Vorhandensein strategischer Investoren. Je mehr und größere Beteiligungen von „Ankerinvestoren“ gehalten werden, desto weniger Investitionen werden von institutionellen Anlegern in diese Unternehmen getätigt. Allerdings gibt es nicht unbedeutende Ausnahmen von dieser überwiegenden Tendenz.

Zu den zwei bedeutendsten und hier exemplarisch dargestellten Investoren, BlackRock und der Capital Group, soll hier nochmals darauf verwiesen werden, dass beide ihre Investmentstrategie als langfristig beschreiben, was durch die erhobenen Daten unterstützt wird, sowie einen fundamentalen Forschungsansatz verfolgen, also das realwirtschaftliche Referenzobjekt nicht außer Acht lassen. Beide Investoren betonen in ihren Selbstbeschreibungen mehrfach,

dass das Wohl ihrer Kunden bzw. das Erreichen der Kundeninteressen in ihren Strategien eine primäre Stellung einnimmt. Die bedeutendsten Investoren geben ebenfalls an, dass sie sich „Shareholder-aktivistisch“ betätigen, indem ihre Fondmanager und Analysten die direkte Kommunikation zu den Unternehmensführungen der Gesellschaften an denen Beteiligungen gehalten werden suchen. Durch (von BlackRock favorisierte) „One-to-One-Meetings“ und während zahlreicher Unternehmensbesuche werden durch die Kapitalanlagegesellschaften Bedenken bezüglich langfristiger Wertsteigerung und Governance-Themen kommuniziert um diesbezüglich Einfluss auf das Management auszuüben und die Interessen der Shareholder zu wahren.

Literaturverzeichnis:

- DAI (2008): *DAI-Factbook 2008*, Frankfurt/Main: DAI
- Faust, M./Bahn Müller, R. (2007): Die Zeit der Aktienanalysten. In: A. Langenohl und K. Schmidt-Beck (Hrsg.): *Die Markt-Zeit der Finanzwirtschaft. Soziale, kulturelle und ökonomische Dimensionen*. Marburg: Metropolis, S.37-74.
- Faust, M./ Bahn Müller, R./ Fisecker, C. (2010): *Das kapitalmarktorientierte Unternehmen. Externe Erwartungen, Unternehmenspolitik, Personalwesen und Mitbestimmung. Forschungsbericht zum Projekt "Shareholder Value und Personalwesen"* (Förderung Hans-Böckler-Stiftung), Tübingen und Göttingen: F.A.T.K./ SOFI.
- Spindler, G./Schmidt, R.H. (2008): *Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive*. Baden-Baden: Nomos
- Windolf, P. (2005): Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus? In: P. Windolf (Hrsg.): *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005*. Wiesbaden, S. 20-57.

Internetquellen:

Datenbank zu „Bedeutenden Stimmrechtsanteilen an inländischen Gesellschaften, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind“:

http://www.bafin.de/cln_179/nn_722764/sid_94EE96CEF5F5257B47ECC4AEF18774DA/SharedDocs/Artikel/DE/Verbraucher/Recherche/db_Stimmrechte.html [Stand 13.12.2010]

Unternehmensregister des Bundesanzeiger Verlags:

<https://www.unternehmensregister.de/ureg/> [Stand 13.12.2010]

Selbstbeschreibungen bedeutsamer Investoren:

<http://www2.blackrock.com/global/home/AboutUs/Philosophy/index.htm>

http://www.capgroup.com/about_us/investment_philosophy.html

<http://www2.blackrock.com/global/home/AboutUs/Clients/index.htm>

http://www.capgroup.com/our_services/index.html

http://www.capgroup.com/our_services/individuals/us_mutual_funds.html

http://www.capgroup.com/our_services/individuals/eu_investment_funds.html

http://www.capgroup.com/our_services/individuals/ca_mutual_funds.html

http://www.capgroup.com/our_services/individuals/jp_investment_trusts.html

http://www.capgroup.com/our_services/individuals/personal_inv_mgmt.html

http://www.capgroup.com/our_services/institutions/institutional_investing.html

http://www.capgroup.com/our_services/institutions/global_private_equity.html

<https://www.americanfunds.com/default-home.htm>

<http://americanfundsretirement.retire.americanfunds.com/home.htm>

<http://www.capitalinternational.ca/>
http://www.capitalinternationalfunds.com/servlet/ContentServer?pagename=cif/europe/inv/page&assetName=EEU_InvHomepage
http://www.capitalinternational.co.jp/cs/Satellite?c=Page&cid=1178801778253&pagename=ITM/Page/ITM_Page
<http://capitalgrouppcs.com/home.html>
https://server.capgroup.com/capgroup/cg_home_na.jsp
https://server.capgroup.com/capgroup/cg_home_eu.jsp
http://server.capgroup.com/capitalinternational/private_equity/
http://www.capitalinternationalfunds.com/servlet/ContentServer?pagename=cif/europe/inv/page&assetName=EEU_InvFundsataGlance
<http://www2.blackrock.com/global/home/AboutUs/StrategiesVehicles/index.htm>
<http://www2.blackrock.com/content/groups/global/documents/literature/111119185.pdf>
<http://www2.blackrock.com/global/home/AboutUs/StrategiesVehicles/Full/index.htm>
https://server.capgroup.com/capgroup/action/getContent/file/GIG/Europe/about/public/Responsible_Investing.pdf
http://www2.blackrock.com/content/groups/global/documents/web_content/111121944.pdf
<http://www2.blackrock.com/global/home/InvestorRelations/CorporateGovernance/index.htm>
<http://www2.blackrock.com/content/groups/global/documents/literature/111119184.pdf>