

27. Februar 2020

Prof. Dr. Markus Roth
Institut für Handels-, Wirtschafts- und Arbeitsrecht, Philipps-Universität Marburg

AUFGABEN UND ORGANISATION DES TRÄGERS EINES STAATLICH ORGANISIERTEN STANDARDPRODUKTS FÜR DIE ALTERSVORSORGE

Internationale Ausgestaltung der Träger staatlich organisierter Standardprodukte, Empfehlungen und Optionen für ein Standardprodukt in der deutschen privaten Altersvorsorge

Gefördert durch:



aufgrund eines Beschlusses
des Deutschen Bundestages

Impressum

*Verbraucherzentrale
Bundesverband e.V.*

*Team
Finanzmarkt*

*Markgrafenstraße 66
10969 Berlin*

finanzen@vzbv.de

INHALTSÜBERSICHT

INHALTSÜBERSICHT	3
ZUSAMMENFASSUNG	5
EINLEITUNG	7
1. Die Debatte um ein Standardprodukt in Deutschland.....	7
2. Die Debatte um eine öffentlich-rechtliche Trägerschaft.....	8
3. Leitfrage: Herausforderungen und Lösungsmöglichkeiten bei öffentlich-rechtlicher Ausgestaltung des Trägers	9
4. Relevanz der Rechtsform und Rechtsvergleichung	10
5. Gang der Darstellung.....	10
I. AUFGABEN EINES ÖFFENTLICH-RECHTLICHEN TRÄGERS	12
1. Der schwedische Fonds AP7	12
2. Die Nest Corporation und das britische Pension Scheme NEST	14
3. Der kalifornische Fonds CalSavers	17
4. Der Träger eines deutschen Standardproduktes.....	20
II. AUSSCHLUSS VON WEISUNGEN SOWIE DES ZUGRIFFS DES STAATES	23
1. Staatlicher Zugriff durch organisatorische Anbindung?	23
2. Ausschluss von Weisungen des Staates	25
3. Kein Zugriff des Staates auf die Vorsorgekonten	25
III. INTERESSENKONFLIKTE BEI STAATLICHER TRÄGERSCHAFT	26
1. Interessenkonflikte, rechtlicher Rahmen und Gestaltungen	26
2. Die Interessenwahrungspflicht.....	29
3. Unabhängigkeit und Corporate Governance	29
4. Weitere Regelungsoptionen.....	31
IV. BESCHRÄNKTER EINFLUSS DES STAATES: ORGANISATIONSVERFASSUNG DES TRÄGERS	32
1. Organisationsstruktur des schwedischen AP7-Fonds	32
2. Organisationsstruktur von CalSavers.....	34
3. Organisationsstruktur der NEST Corporation.....	35
4. Organisationsstruktur des Trägers eines deutschen Standardproduktes	38
5. Der Verwaltungsrat eines deutschen Trägers	41
6. Der Vorstand eines deutschen Trägers.....	46
7. Der Beirat eines deutschen Trägers	48
V. STAATSUNABHÄNGIGE VERWALTUNG DES STANDARDPRODUKTES	50
1. Kernaufgaben	50
2. Umsetzung international	52
3. Umsetzung in Deutschland	53
VI. KONTROLLE DURCH DEN MARKT	60
1. Effizienz der relevanten Märkte.....	60
2. Auswahlarchitektur und Marktdesign	62
ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE UND EMPFEHLUNGEN	65
1. Festlegen der Aufgaben des Trägers.....	65
2. Schutz vor einem Zugriff des Staates und Kontrolle.....	65
3. Adressieren von Interessenkonflikten	66
4. Zweistufige Organverfassung mit Verwaltungsrat und Vorstand	66
5. Staatsunabhängige Verwaltung und Anlage	68
6. Kontrolle durch den Markt.....	68
LITERATURVERZEICHNIS	69

ZUSAMMENFASSUNG

Der Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv) sowie das Bundesland Hessen fordern die Einrichtung eines staatlich organisierten Standardproduktes (Extrarente, Deutschland-Rente) für die private Altersvorsorge. International bestehen solche Standardprodukte etwa in Schweden, im Vereinigten Königreich und in Kalifornien. Das im Auftrag des vzbv erstattete Gutachten schildert auf rechtsvergleichender Grundlage die Herausforderungen bei der Ausgestaltung der Aufgaben sowie der Organisationsverfassung des Trägers eines staatlich organisierten Standardproduktes und unterbreitet Lösungsvorschläge. Ein staatlich organisiertes Standardprodukt ist von einem Staatsfonds zu unterscheiden und vor staatlichem Zugriff sowie vor staatlicher Einflussnahme zu schützen.

Die Aufgaben des Trägers eines staatlich organisierten Standardproduktes sind politisch festzulegen. Hierzu zählen in jedem Fall die Vermögensanlage sowie die Information der Vorsorgenden, weiter kann dem Träger die Kontenführung und die Durchführung einer automatischen Einbeziehung in das Standardprodukt übertragen werden.

Vor einem Zugriff des Staates auf die vom Träger verwalteten Anlagevermögen sind die Vorsorgenden durch Art. 14 GG geschützt. Wie bei der Bundesbank können Weisungen des Staates ausgeschlossen werden. Notwendig ist aber eine hinreichende Kontrolle des Trägers. Hierfür bietet sich an, wie international üblich, die Anbindung an ein Ministerium vorzusehen. Von einem Zugriff auf die Altersvorsorgevermögen zu unterscheiden ist die Einflussnahme des Staates.

Wie allgemein sind auch bei der Ausgestaltung des Trägers eines staatlich organisierten Standardproduktes für die Altersvorsorge Interessenkonflikte in den Blick zu nehmen. Einflussnahmen des Staates steht rechtlich die Interessenwahrungspflicht des Trägers entgegen. Auch nach deutschem Recht muss der Treuhänder die Interessen des Treugebers priorisieren. Weitere Schutzmechanismen sind Unabhängigkeit und Transparenz.

Beschränkt werden kann der Einfluss des Staates zudem durch die Organisationsverfassung des Trägers. Vorgeschlagen wird eine zweistufige Organisationsverfassung mit einem unabhängig besetzten Verwaltungsrat und einem Vorstand. Wie international üblich sollte auch in Deutschland der Verwaltungsrat die Leitlinien der Vermögensanlage verabschieden und diesen nicht nur zustimmen. Der Träger kann öffentlich-rechtlich oder privatrechtlich als GmbH (im öffentlich-rechtlichen Besitz) organisiert werden. Die Anzahl Anteil (ehemaliger) Staatsbediensteter ist sowohl im Verwaltungsrat als auch im Vorstand zu beschränken. Die Vermögensanlage kann aufgrund vom Verwaltungsrat erlassener Leitlinien auch durch Dritte erfolgen. Für die Durchführung der Vermögensanlage sollten spezielle Corporate Governance- und ESG-Grundsätze erarbeitet werden. Der langfristige Anlagehorizont und die Notwendigkeit der Akzeptanz der Vermögensanlage durch die Vorsorgenden erfordert eine Anlage unter Berücksichtigung von sozialen und Nachhaltigkeitsgesichtspunkten.

Schließlich kann eine Kontrolle durch den Markt staatlichen Einfluss auf den Träger des Standardproduktes beschränken. International üblich sind Kosten- und Renditevergleiche zwischen den privaten Anbietern und dem staatlich organisierten Standardprodukt. In Schweden wird weiter die Ausarbeitung einer Auswahlarchitektur vorbereitet. Dadurch könnte in Deutschland der Markt für Produkte der individuellen privaten Altersvorsorge weiterentwickelt werden.

EINLEITUNG

1. DIE DEBATTE UM EIN STANDARDPRODUKT IN DEUTSCHLAND

Die deutsche private Altersvorsorge¹ steht wegen hoher Kosten und niedrigen Renditen,² aber auch wegen ihrer unzureichenden Verbreitung,³ in der Kritik. Hintergrund ist dabei auch die bisherige Konzeption der zusätzlichen Alterssicherung in Deutschland.⁴ Die kapitalgedeckte Altersvorsorge in Deutschland ist stärker als international üblich auf Sicherheit im Sinne einer geringen Volatilität sowie auf eine verlustvermeidende Anlage ausgerichtet. Die steuerlich geförderte betriebliche und individuelle private Altersvorsorge verlangt weiterhin grundsätzlich die Garantie der eingezahlten Beiträge.⁵ Ausnahmen sind die Rürup-Rente für Selbständige und an sich auch Betriebsrentenstärkungsgesetz, das für Tarifverträge auch reine Beitragszusagen mit automatischer Einbeziehung und Opt-Out-Möglichkeit vorsieht.

Im internationalen Vergleich spielt die kapitalgedeckte Altersvorsorge hierzulande eine geringe Rolle.⁶ Dies könnte sich mit einem attraktiven staatlich organisierten Standardprodukt ändern, das eine renditeträchtige Altersvorsorge zu geringen Kosten anbietet. Ein staatlich organisiertes Standardprodukt könnte vom wieder gewachsenen Vertrauen in staatliche Organisationen profitieren und auch allgemein die Akzeptanz kapitalgedeckter Alterssicherung als Ergänzung der gesetzlichen Rentenversicherung fördern. International wird bei der kapitalgedeckten Alterssicherung die gegenüber einer im Umlageverfahren finanzierten gesetzlichen Altersvorsorge höhere Verzinsung betont.⁷

Der Koalitionsvertrag sieht ein Standardprodukt für die private Altersvorsorge vor.⁸ Eine standardmäßige oder sogar obligatorische Einbeziehung in eine private Altersvorsorge erörtert auch die Rentenkommission, die Kommission verlässlicher Generationenvertrag.⁹ Wie in Schweden und im Vereinigten Königreich kommt ein staatlich organisiertes

¹ Auch zur Begrifflichkeit *Markus Roth* Private Altersvorsorge, Betriebsrentenrecht und individuelle Vorsorge, 2009. Im Folgenden wird der Begriff der privaten Vorsorge entsprechend dem deutschen Sprachgebrauch primär auf die dritte Säule der deutschen Alterssicherung bezogen, international und funktional betreffen private pensions auch die betriebliche Vorsorge, die zweite Säule des Alterssicherungssystems, also die gesamte nichtstaatliche Alterssicherung.

² Stiftung Warentest, Nur mit Geld vom Staat, Finanztest 2017, Heft 10, S. 28.

³ Für eine verpflichtende Altersvorsorge noch der Antrag der Christlich Demokratischen Arbeitnehmer (CDA), dies als Möglichkeit erwähnend der Beschluss des 32. CDU-Bundesparteitags, Leipzig 2019, Private Altersvorsorge stärken, Beschluss Nr. C 4, C 16, C 17 und I 1, Sonstige Beschlüsse des CDU-Bundesparteitags.

⁴ Allgemein für die Zeit von 1945 bis 1998 *Schmähl* Alterssicherungspolitik in Deutschland, 2018.

⁵ *Markus Roth* Private Altersvorsorge, 2009, S. 146 ff, mit internationalem Vergleich und zu den Kosten der steuerrechtlichen Regulierung.

⁶ Auf Grundlage nur der Zahlen für Pensionskassen und Pensionsfonds OECD Pension Markets in Focus 2019, p. 66.

⁷ Für Schweden der Orange Report 2018, p. 48. Historische Renditen auch bei *Jordà/Knoll/Kuvshinov/Schularick/Taylor* The Rate of Return on Everything, 1870-2015, The Quarterly Journal of Economics, 134:4 (2019) 1225; Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2019, Summary Edition.

⁸ Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD, 19. Legislaturperiode, Ein neuer Aufbruch für Europa, Eine neue Dynamik für Deutschland, Ein neuer Zusammenhalt für unser Land, Zeilen 4278-4280.

⁹ Darauf hinweisend *Hanau/Arteaga* DB 2019, 2183, 2187 unter Verweis auf den Eberbacher Kreis mit der Veröffentlichung eines Gutachtenauftrags, <https://www.eberbacher-kreis.de/downloads/>.

Standardprodukt als kostengünstiger und renditeorientierter Baustein zur Absicherung und Abrundung des Gesamtsystems in Betracht.¹⁰

Dem Gutachten zugrunde liegt der Vorschlag des Verbraucherzentrale Bundesverbandes (vzbv),¹¹ eine „Extrarente“ einzuführen sowie die hierzu bislang veröffentlichten Gutachten.¹² Die „Extrarente“ ist als staatlich organisiertes Standardprodukt geplant, das in der Einzahlungsphase insbesondere in Aktien investiert.¹³ Nach dem Konzept des Verbraucherzentrale Bundesverbandes ist die Extrarente nicht auf die Einzahlungsphase beschränkt wie das noch im Vereinigten Königreich der Fall ist.¹⁴ Für den Ruhestand ist entweder die Wahl einer Vollverrentung oder ein Auszahlungsplan mit Restverrentung vorgesehen.¹⁵

2. DIE DEBATTE UM EINE ÖFFENTLICH-RECHTLICHE TRÄGERSCHAFT

Ein öffentlich-rechtlich organisierter Träger für ein Standardprodukt der zusätzlichen Alterssicherung wird teilweise kritisch diskutiert.¹⁶ So wird eine politische Einflussnahme auf Anlageentscheidungen befürchtet.¹⁷ International lässt sich eine solche Einflussnahme auf Träger staatlich organisierter Standardprodukte nicht feststellen. Eine solche Einflussnahme wird bereits durch die jeweilige rechtliche Ausgestaltung der Träger staatlich organisierter Standardprodukte erschwert und durch die in Schweden, im Vereinigten Königreich sowie in Kalifornien geübte Praxis abgesichert. Den geäußerten Bedenken ist auch in Deutschland bei der Ausgestaltung des Trägers Rechnung zu tragen, dies durch den Ausschluss von Weisungen aber insbesondere auch durch eine entsprechende Regelung der Organisationsverfassung.

Staatliche Verantwortlichkeit für ein Standardprodukt besteht aber auch, wenn wie in Neuseeland die Standardprodukte in einem öffentlichen Vergabeverfahren für eine gewisse Zeit vergeben werden.¹⁸ Die Trennung von Verantwortlichkeit für das Ergebnis der Vermögensanlage und dem Träger kann zu hohen Kosten insbesondere in Form der

¹⁰ Börsch-Supan/Roth/Wagner Altersvorsorge im internationalen Vergleich: Staatliche Produkte für die zusätzliche Altersvorsorge in Schweden und dem Vereinigten Königreich, BMAS Forschungsbericht 494, 2017.

¹¹ Vzbv Die Extrarente, Freiwilling. Fair. Einfach. Mehr. 2019.

¹² Markus Roth Einfacher Zugang zu kostengünstiger privater Altersvorsorge, Automatische Einbeziehung in ein staatlich organisiertes Standardprodukt, 2019; Kühling, EU-Wettbewerbsrechtskonformität eines Altersvorsorgefonds, 2018; Bucher-Koenen/Riedler/Weber Kapitalanlage eines staatlich organisierten Altersvorsorgefonds, 2019.

¹³ Zur Anlagestrategie Bucher-Koenen/Riedler/Weber Kapitalanlage eines staatlich organisierten Altersvorsorgefonds, 2019.

¹⁴ Gefordert wird dort eine Erweiterung, NEST Member Panel, Annual Report 2017/18, p. 14.

¹⁵ Vzbv Die Extrarente, Freiwilling. Fair. Einfach. Mehr. 2019.

¹⁶ Vorschlag BVI/GDV/LBV/Verband der privaten Bausparkassen e.V., Fünf-Punkte-Plan zur Stärkung der privaten Altersvorsorge, Pressemitteilung vom 19. November 2019.

¹⁷ Lueg/Schwark Zukunft der kapitalgedeckten Alterssicherung in Deutschland, Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung, 2019, Heft 1, 125, 132.

¹⁸ In Neuseeland wird die Anlagestrategie vom Staat vorgegeben, zum letzten Vergabeverfahren in Neuseeland die Ministerien für Finanzen und Wirtschaft, Future KiwiSaver Default Provider Arrangements, 2014. Die Zuordnung zu einem der derzeit neun Default Schemes erfolgt nach Section 50 KiwiSaver Act 2006 durch einen Commissioner, Commissioner ist nach Section 4 KiwiSaver Act 2006 der Commissioner of Inland Revenue.

Vorgabe renditearmer Anlagen führen. Die neuseeländischen Standardprodukte erheben im internationalen Vergleich hohe Gebühren und verfolgen eine konservative Anlagestrategie.¹⁹ Letztere ist für eine effiziente Altersvorsorge nicht geeignet.²⁰

Offenbleiben muss, ob aus dem neuseeländischen Beispiel und hohen Kosten rein privat organisierter Standardprodukte im australischen Superannuation System²¹ bereits hinreichende Evidenz für ein Marktversagen bei privat organisierten Standardprodukten folgt.²² Bei der hier unterstellten Ansiedlung eines Standardproduktes in der dritten Säule der deutschen Alterssicherung nicht in Betracht kommt eine gemeinsame Trägerschaft der Sozialpartner.²³ Im internationalen Vergleich zwar ebenfalls hohe Kosten²⁴ aber attraktive Renditen weisen australische Standardprodukte auf, das gilt jedenfalls für den von den australischen Arbeitgeber- und Gewerkschaftsverbänden gemeinsam verwalteten Superannuation Fund.²⁵

Vom Verbraucherzentrale Bundesverband bislang noch nicht näher beschrieben ist die Organisation bzw. Governance des Trägers des staatlich organisierten Standardproduktes. Vorgesehen ist allerdings ein partizipatives Gremium. Partizipative Gremien sind im Vereinigten Königreich für den Träger des dortigen Standardproduktes, die NEST Corporation, vorgesehen. Dort wurden ein Members Penal und ein Employers Penal eingerichtet. Eine Vertretung von Interessen der Vorsorgenden sowie der (kleinen) Arbeitgeber ist auch im Board des kalifornischen Standardproduktes CalSavers vorgesehen. Weiter hängt die Ausgestaltung der Organisation von der Tätigkeit des Trägers des Standardproduktes ab, insbesondere von der Anlagestrategie und seiner Rechtsform. Nach dem Vorschlag des vzbv liegt es nahe, den Träger eines Standardproduktes öffentlich-rechtlich zu organisieren. Für eine öffentlich-rechtliche Trägerschaft spricht, dass einem staatlich organisierten und verfassten Standardprodukt mehr Vertrauen entgegengebracht werden dürfte, als einem privatwirtschaftlich organisierten.²⁶ Denkbar ist aber auch eine privatrechtliche Organisation in Form einer Aktiengesellschaft (AG) oder einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH).

3. LEITFRAGE: HERAUSFORDERUNGEN UND LÖSUNGSMÖGLICHKEITEN BEI ÖFFENTLICH-RECHTLICHER AUSGESTALTUNG DES TRÄGERS

Näher zu konturieren sind die Aufgaben des Trägers. Nach dem Vorschlag des vzbv soll ein kostengünstiges und renditestarkes Altersvorsorgeprodukt angeboten werden. Dafür bedarf es neben der eigentlichen Vermögensverwaltung auch der Administration der

¹⁹ Zur Vorbereitung der neuerlichen Ausschreibung KiWiSaver 2050, Pathways to the Future, 2019.

²⁰ Kritisch auch *Buchner-Koenen/Riedler/Weber* Kapitalanlage eines staatlich organisierten Altersvorsorgefonds, 2019. Neuseeland ging davon aus, dass die Vorsorgenden in der Standardoption nur kurz verweilen.

²¹ Zu den Kosten im internationalen Vergleich die Australian Government Productivity Commission, Superannuation: Assessing Efficiency and Competiveness, Productivity Commission Inquiry Report No. 91, 21 December 2018, p. 157.

²² Aktuell dort Ministry of Business, Innovation and Employment, Review of Default Provider Arrangements, Discussion Paper August 2019, p. 19 ff.

²³ Zum Betriebsrentenstärkungsgesetz *Arteaga* Praxishandbuch Betriebsrentenstärkungsgesetz: Die neue betriebliche Altersversorgung, 2018, zuvor *Hanau/Arteaga* DB 2015, 615 und insbesondere *Hanau/Arteaga* Rechtsgutachten zum „Sozialpartnermodell Betriebsrente“ des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales, März 2016.

²⁴ Aktuell günstiger der Kostenvergleich bei OECD Pensions Markets in Focus, p. 43 mit dem Hinweis, dass die Kosten für Australien unterschätzt sein könnten, p. 42, footnote 13.

²⁵ Zu diesem auch *Bucher-Koenen/Riedler/Weber* Kapitalanlage eines staatlich organisierten Altersvorsorgefonds, 2019.

²⁶ Kantar Emnid, Umfrage im Auftrag des vzbv, Einstellungen zur Altersvorsorge, 73 Prozent befürworten ein staatlich organisiertes Standardprodukt.

Vorsorgekonten. Bei Umsetzung der Aufgaben ist auch der Frage nachzugehen, ob die Aufgaben vom öffentlich-rechtlich organisierten Träger selbst durch Organe, Organmitglieder oder Angestellte wahrgenommen werden müssen, oder ob auch eine Delegation an Dritte in Betracht kommt sowie welche Regeln hierfür gelten. Dabei ist nach dem Gutachtenauftrag

ein besonderer Fokus auf der Wahrung der Interessen der Verbraucher und Robustheit gegenüber politischer Einflussnahme (Interessenwahrung durch den Träger sowie Unabhängigkeit des Trägers)

zu legen. Eingegangen werden soll auf einen staatlichen Zugriff auf den Träger des staatlich organisierten Standardproduktes sowie auf die dort angelegten Altersvorsorgevermögen.

4. RELEVANZ DER RECHTSFORM UND RECHTSVERGLEICHUNG

Staatliche Organisation bedeutet auch staatliche Verantwortlichkeit für das Standardprodukt der zusätzlichen kapitalgedeckten Altersvorsorge. Eine staatliche Organisation des Standardproduktes wirft dabei in besonderem Maße die Frage des Zugriffs sowie des Einflusses des Staates auf. Dies gilt im positiven und im negativen Sinne. Positiv ist die Einflussnahme, soweit sie dem Vertrauen in das staatlich organisierte Standardprodukt dient und das Vertrauen in den Staat auf das Standardprodukt ausstrahlt. So kann auch das Vertrauen in zusätzliche kapitalgedeckte Altersvorsorge allgemein gefördert werden. Negativ auswirken können sich aber ein staatlicher Zugriff und eine staatliche Einflussnahme, soweit diese anderen Interessen als den Interessen der Vorsorgenden dient.

Eine privatrechtliche Organisation als Aktiengesellschaft (AG) kann Weisungen des Staates erschweren und so Zugriff und Einfluss des Staates begrenzen.²⁷ Das Aktienrecht schließt neben der Hauptversammlung allerdings auch das von der Hauptversammlung gewählte Organ, den Aufsichtsrat, von der Geschäftsführung grundsätzlich aus. Flexibler wäre die Organisationsverfassung einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH). Fraglich erscheint aber, ob alle Vorsorgenden einer AG oder GmbH im öffentlichen Besitz dasselbe Vertrauen entgegenbringen würden, wie einer juristischen Person des öffentlichen Rechts.

Rechtsvergleichend sind die Träger staatlich organisierter Standardprodukte öffentlich-rechtlich organisiert. Durchweg handelt es sich um unabhängige öffentlich-rechtlich organisierte Stellen. Der Staat ist zwar selbst nicht zu Weisungen gegenüber dem Träger des Standardproduktes befugt, möglich ist allerdings stets eine Weisung des obersten Kontrollorgans, international ist dies jeweils ein Verwaltungsrat.

5. GANG DER DARSTELLUNG

Träger staatlich organisierter Standardprodukte sind international neben dem schwedischen AP7-Fonds und dem britischen Standardprodukte NEST auch das kalifornische Standardprodukt CalSavers. Dargestellt werden die international etablierten Träger staatlich organisierter Standardprodukte zunächst allgemein und unter Berücksichtigung des jeweiligen Alterssicherungssystems (unten I.). Eingegangen werden soll sodann auf einschlägige Problemkomplexe und Lösungsmöglichkeiten. Dabei ist zunächst auf einen Zugriff des Staates auf das staatlich organisierte Standardprodukt einzugehen (unten II.),

²⁷ Anders bei einer GmbH, zur Rechtsform unten IV.4.4.

weiter auf Interessenkonflikte des Staates (unten III.). Eine Beschränkung des Einflusses des Staates auf den Träger des staatlich organisierten Standardproduktes ist auch durch eine entsprechende Organisationsverfassung des Trägers möglich (unten IV.), die Verwaltung des Altersvorsorgevermögens sowie der Konten kann staatsunabhängig ausgestaltet werden (unten V.), weiter kommt eine externe Kontrolle durch Transparenz und Marktmechanismen in Betracht (unten VI.), insbesondere durch die Organisation des Marktes für Produkte privater Altersvorsorge. Das Gutachten geht jeweils im Zusammenhang auf Optionen für ein deutsches Standardprodukt ein und spricht sodann auf rechtsvergleichender Grundlage Empfehlungen für die Ausgestaltung eines staatlich organisierten Standardproduktes in Deutschland aus.

I. AUFGABEN EINES ÖFFENTLICH-RECHTLICHEN TRÄGERS

1. DER SCHWEDISCHE FONDS AP7

1.1 Alterssicherungssystem und Charakteristika des Standardproduktes

Das älteste staatlich organisierte Standardprodukt wird in Schweden als Lebenszyklusfonds organisiert. Der schwedische Fonds AP7 bietet Leistungen im Rahmen der gesetzlichen Rente an, die zum Teil kapitalgedeckt erfolgt. Die Arbeitnehmer zahlen in das von AP7 organisierte Standardprodukt namens AP7 S fa²⁸ ein, wenn sie für den kapitalgedeckten Teil der gesetzlichen Rente, die sogenannte Prämienrente, keinen anderen Anbieter wählen. Die Einzahlung in die Prämienrente als Teil der gesetzlichen Rente ist obligatorisch. Einzahlungen in die Prämienrente und das staatlich organisierte Standardprodukt erfolgen seit der Jahrtausendwende.²⁹

AP7 S fa ist als Standardprodukt der Pr mienpension in der ersten Säule der schwedischen Alterssicherung angesiedelt³⁰ und damit Teil der obligatorischen Alterssicherung. Neben den Einzahlungen in die Pr mienpension (2,5 Prozent des Einkommens) ist in der ersten Säule in die Einkommensrente (16 Prozent des Einkommens) einzuzahlen, insgesamt 18,5 Prozent. Daneben verfügen die meisten schwedischen Arbeitnehmer über eine Betriebsrente, in die vier Prozent des Einkommens einbezahlt werden. Arbeitnehmer, die nach dem 25. Lebensjahr mindestens 40 Jahre in Schweden gewohnt haben, können ab dem 65. Lebensjahr eine Garantierente erhalten.³¹

1.2 Aufgabe und Kennzahlen

Aufgabe von AP7 ist die Anlage des Altersvorsorgevermögens, nicht auch die Verwaltung der Konten der Vorsorgesparer (Kontenführung). Es erfolgt keine direkte Zahlung der Vorsorgenden bzw. durch den Arbeitgeber an AP7, die Beiträge werden wie bei allen Fonds im Rahmen der Prämienrente zentral gesammelt und sodann an die verschiedenen Anbieter weitergeleitet. AP7 muss so selbst keine Vorsorgekonten administrieren. Die Kosten für die zentrale Administration der Vorsorgekonten werden separat ausgewiesen. AP7 verwaltet nach seinem letzten Jahresabschluss im Aktienfonds, im Rentenfonds sowie in AP7 S fa ein Vermögen von etwa 670 Milliarden schwedischen Kronen ( ber 60 Milliarden Euro).³² Insgesamt sorgen mehr als vier Millionen Personen mit dem

²⁸ Der Lebenszyklusfonds AP7 S fa heißt statens  rskullsf rvaltningsalternativ, bei wörtlicher Übersetzung handelt es sich um die staatliche Alterskohorten Managementalternative.

²⁹ BMAS Forschungsbericht 494, S. 14 ff.

³⁰ Markus Roth Einfacher Zugang zu kostengünstiger privater Altersvorsorge, 2019, S. 8, näher zur Ausgestaltung *Börsch-Supan/Roth/Wagner* BMAS Forschungsbericht 494, 2017, S. 14 ff.

³¹ Orange Report 2018, p. 20.

³² Im Aktienfonds etwa 616 Mrd Kronen (2018: 419), im Rentenfonds etwa 57 Mrd Kronen (2018: 41), AP7  rsredovisning (Geschäftsbericht) 2019, 38, 48, Geschäftsbericht 2018, S. 34, 46.

schwedischen Standardprodukt für ihr Alter vor.³³ Die Webseite gibt die Anzahl der Mitarbeiter von AP7 mit 36³⁴ an, nach dem Geschäftsbericht hatte AP7 Ende 2018 insgesamt 37 Mitarbeiter.³⁵

AP 7 gibt allgemeine Informationen über seine Tätigkeit, es erfolgt keine individuelle Anlageberatung. Der Geschäftsbericht von AP7 gibt für das Jahr 2018 Einnahmen durch Managementgebühren in Höhe von knapp 450 Mio. schwedische Kronen an, etwa 40 Mio. Euro. Die Personalkosten werden mit insgesamt etwa 65 Mio. schwedische Kronen angegeben, etwa 6 Mio. Euro, sonstige externe Kosten werden mit etwa 160 Mio. schwedische Kronen angegeben, knapp 15 Mio. Euro, so dass sich auch unter Einbeziehung von Abschreibungen ein Jahresüberschuss von etwa 215 Mio. schwedischen Kronen ergibt, etwa 20 Mio. Euro. Die Verwaltungsgebühren betragen für den Aktienfonds derzeit³⁶ 0,08 Prozent, für den Rentenfonds 0,04 Prozent.³⁷ Hinzu kommen für das Prämienrentensystem insgesamt anfallende Verwaltungskosten in Höhe von 0,07 Prozent des verwalteten Kapitals.³⁸ Der schwedische Fonds folgt einem Lebenszyklusansatz und legt weltweit in Aktien an.³⁹

1.3 Regulierung des schwedischen AP7-Fonds

Für den Träger des schwedischen Standardproduktes, den Fonds AP7 findet sich eine gesetzliche Regelung im Sozialversicherungsgesetzbuch,⁴⁰ im Gesetz über öffentliche Pensionsfonds⁴¹ und im Gesetz über Fonds im Prämienrentensystem.⁴² Nach dem Gesetz über öffentliche Pensionsfonds schließt AP7 ein Kooperationsabkommen mit der Rentenagentur ab,⁴³ es gelten eine ganze Reihe von Bestimmungen des Gesetzes über Investmentfonds.⁴⁴ Bei der Anwendung dieser Bestimmungen gilt der Fonds als Investmentfonds und die Rentenagentur als Anteilsinhaber. Die Bestimmungen, die sich auf Investmentfonds beziehen, werden auf den AP7-Fonds angewandt.⁴⁵

³³ AP7 Årsredovisning (Geschäftsbericht) 2019, Innehåll (Inhaltsübersicht).

³⁴ <https://www.ap7.se/om-oss/organisation/>.

³⁵ AP7 Årsredovisning (Geschäftsbericht) 2018, S. 26, Ende 2017: 27, korrigiert im Geschäftsbericht 2019, S. 30.

³⁶ Zur Entwicklung Börsch-Supan/Roth/Wagner, BMAS Forschungsbericht 494, S. 23.

³⁷ Gebühren für 2020 nach der Webseite, 2019 noch 0,09 Prozent, nach dem Geschäftsbericht 2018, Seite 36 für den Aktienfonds noch 0,10 Prozent, weiter wird eine Jahresgebühr von jeweils 0,13 Prozent angegeben, die auch die tatsächlichen und geschätzten Gebühren für alternative Anlagen enthält.

³⁸ Orange Report 2018, p. 40.

³⁹ Näher hierzu das Gutachten *Bucher-Koenen/Riedler/Weber* Kapitalanlage eines staatlich organisierten Altersvorsorgefonds, 2019.

⁴⁰ Socialförsäkringsbalk, SFS 2010:110, u.a. nach ILO-Übersetzung und EU-Verordnung 1224/2012: Social Insurance Code.

⁴¹ Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). Die für AP7 insbesondere relevanten Vorschriften finden sich im 5. Kapitel.

⁴² Lag (1998:710) med vissa bestämmelser om Pensionsmyndighetens premiepensionsverksamhet.

⁴³ 5. Kapitel § 2.

⁴⁴ Lag 2004:46 om värdepappersfonder.

⁴⁵ 5. Kapitel § 7.

Das Prämienrentensystem insgesamt⁴⁶ und das Standardprodukt im Besonderen sind Gegenstand aktueller Reformen bzw. Reformvorschläge.⁴⁷ Bereits beschlossen wurde, auf Missstände im Prämienrentensystem zu reagieren und insbesondere eine neue Aufsicht zu schaffen.⁴⁸

2. DIE NEST CORPORATION UND DAS BRITISCHE PENSION SCHEME NEST

2.1 Alterssicherungssystem und Charakteristika des Standardproduktes

Nach dem schwedischen Fonds AP7 wurde im Vereinigten Königreich auf Grundlage des Pensions Act 2008 der National Employment Savings Trust (NEST) etabliert. Trustee des Pension Scheme ist die NEST Corporation. Dem Board der NEST Corporation gehörten zum Ende des Geschäftsjahres 2018/19 (31. März) fünfzehn Personen an, die als Trustees bezeichnet werden. Die NEST Corporation wurde 2010 gegründet, die ersten Beiträge wurden 2012 vereinnahmt, erst seit April 2019 wird der volle Beitrag von acht Prozent des Einkommens erhoben. Im Vereinigten Königreich ist der Arbeitgeber verpflichtet, einen Teil der Beiträge zu leisten.

Angesiedelt ist das National Employment Savings Trust in der zweiten Säule des britischen Alterssicherungssystems. Durch NEST wird zunächst kleinen Arbeitgebern ein günstiges Angebot gemacht,⁴⁹ damit diese ihre Verpflichtung zur automatischen Einbeziehung von Arbeitnehmern erfüllen können, NEST steht aber auch den Selbständigen offen.⁵⁰ Beziehen die Arbeitgeber nicht alle Arbeitnehmer in eine vergleichbare Betriebsrente ein, so müssen sie eine automatische Einbeziehung (automatic enrolment) vorsehen und können hierfür auch andere Angebote auswählen. Die Einbeziehung erfolgt ab einem Jahreseinkommen von 10.000 Pfund, mit der Folge, dass Teilzeitbeschäftigte regelmäßig nicht einbezogen werden und der Fokus auf Vollzeitbeschäftigten liegt.⁵¹ Die insgesamt geringe Opt-Out-Rate von acht Prozent ist vor diesem Hintergrund zu sehen.⁵² Als Zielgruppe für den National Employment Savings Trust (NEST) benannt wurden Gering- bis Durchschnittsverdiener,⁵³ dies vor dem Hintergrund, dass nach einer Vorstudie die potentiellen Kunden von NEST im Durchschnitt ein um etwa ein Drittel (ca. 10.000

⁴⁶ Umfassend: Ett bättrade premiepensionssystem, OOU 2019:44, 4. November 2019, englischsprachige Zusammenfassung, Seiten 50-85.

⁴⁷ Ein im Juni 2019 erstatteter Bericht empfiehlt, AP7 künftig nicht mehr der OGAW-Richtlinie zu unterstellen, sondern als Pensionsfonds zu führen um insbesondere die Anlage auch in Infrastrukturprojekte zu ermöglichen, <https://www.ipe.com/countries/sweden/report-recommends-sweeping-changes-to-ap7-strategy/10031694.article>. Das schwedische Original findet sich unter Premoria, Finansdepartementet, Finansmarknadsavdelningen, Förvalsalternativet inom premiepension, Mats Langenjö, Juni 2019, <https://twitter.com/langensjo?lang=de>.

⁴⁸ Kommitteedirektiv, Ett upphandlat fondtorg för premiepension, Dir. 2018:57, Beslut vid regeringssammanträde den 28 juni 2018.

⁴⁹ Die Kosten (dazu sogleich I.3.2) wurden aufgrund der Kostenstruktur großer Betriebsrenten-Schemes (0,4 Prozent bis 0,6 Prozent) als angemessen angesehen.

⁵⁰ Framework Document, 2019, 1.1.

⁵¹ Sandbrook/Ravi-Burslem World Bank Discussion Paper, April 2019, p. 12.

⁵² Die Opt-Out-Rate beträgt für Mitglieder zwischen 22 und 29 Jahren vier Prozent, insgesamt acht Prozent, NEST Corporation, Annual report and accounts 2018/19, p. 10.

⁵³ So explizit Framework Document, 2016, 2.4.

Pfund) niedrigeres Jahreseinkommen haben als Personen, die bereits für das Alter vorsorgen.⁵⁴ Teilweise wird NEST als Online Pension Scheme bezeichnet.⁵⁵

2.2 Aufgaben und Kennzahlen

NEST soll als zentraler Anbieter für die automatische Einbeziehung in eine Betriebsrente ermöglichen, dass über die State Pension hinaus weitere Alterseinkünfte bezogen werden.⁵⁶ Im Jahre 2018 war dies auch bei privaten Arbeitgebern angestellten Arbeitnehmern ganz überwiegend der Fall, 85 Prozent der berechtigten Arbeitnehmer bei privaten Arbeitgebern verfügten über einen Anspruch auf Betriebsrente.⁵⁷ Vor dem automatic enrolment hatten weniger als die Hälfte der Arbeitnehmer bei privaten Arbeitgebern einen Anspruch auf Betriebsrente.⁵⁸ Bei privaten Arbeitgebern vervierfachte sich zwischen 2012 und 2018 die Zahl aktiver Mitglieder eines Betriebsrentenschemas, sie stieg um 8,3 Millionen von 2,7 Millionen auf 11 Millionen Personen.⁵⁹

Anders als AP7 verwaltet das britische Standardprodukt auch die Konten der Vorsorgenden und stellt auf seiner Internetseite umfangreichere Informationen zur Verfügung. NEST hatte Ende September 2019 etwa 8,5 Millionen Mitglieder,⁶⁰ dies erklärt fast den gesamten Zuwachs von Personen mit Betriebsrentenansprüchen bei privaten Arbeitgebern seit 2012.⁶¹ Verwaltet wurden Mitte 2019 Vermögenswerte in Höhe von 6,7 Milliarden Pfund,⁶² Ende September 2019 dann bereits 8,7 Milliarden Pfund,⁶³ im Januar 2020 wurde die Schwelle von 20 Milliarden Pfund überschritten. Nach dem Jahresbericht 2018/19 beschäftigt NEST insgesamt etwa 300 Arbeitnehmer, die Gesamtausgaben hierfür betragen knapp 25 Millionen Pfund.⁶⁴ Für die Scheme Administration wurden etwa 69,5 Millionen Pfund ausgegeben, die Scheme Investment Costs betragen knapp 5 Millionen Pfund,⁶⁵ der Gesamtaufwand inklusive Abschreibung und Amortisation betrug knapp 128 Millionen Pfund.⁶⁶

Den Ausgaben standen im Jahre 2018 Einnahmen von insgesamt 84,3 Millionen Pfund gegenüber, die im Wesentlichen auf Einnahmen aus der Vermögensverwaltung

⁵⁴ NEST, Member Resarch Brief, Research to support the investment strategy, 2012, p. 4: median earning of those saving for pensions: 30.600 Pound, target group: 19.800 Pound.

⁵⁵ NEST Briefing note. Why does NEST's combination charge meet its low charge objective, 2011, p. 3.

⁵⁶ Grundlegend die Berichte der Pension Commission, insbesondere: A New Pension Settlement for the Twenty-First Century, The Second Report of the Pensions Commission, mit Appendices, 2005; Implementing an integrated package of pension reforms: The Final Report of the Pensions Commission, 2006.

⁵⁷ DWP Workplace Pension Participation and Savings Trends of Eligible Employees Official Statistics: 2008 to 2018, 2019, p. 3.

⁵⁸ DWP Workplace Pension Participation and Savings Trends of Eligible Employees Official Statistics: 2008 to 2018, 2019, p. 3: 42 Prozent.

⁵⁹ Zur Entwicklung in absoluten Zahlen auch Office for National Statistics, Occupational Pension Schemes Survey, UK: 2018, 2019.

⁶⁰ NEST Quarterly Investment Report, At end September 2019, p. 2.

⁶¹ Diese Zahl stieg von 2012 bis 2018 um 8,3 Millionen, dazu oben I.3.1.

⁶² NEST Quarterly Investment Report, At end June 2019, p. 2.

⁶³ NEST Quarterly Investment Report, At end September 2019, p. 2.

⁶⁴ NEST Corporation, Annual report and accounts 2018/19, p. 74.

⁶⁵ NEST Corporation, Annual report and accounts 2018/19, p. 96.

⁶⁶ NEST Corporation, Annual report and accounts 2018/19, p. 84.

(Scheme Income) von 61 Millionen Pfund sowie einem staatlichen Zuschuss (Grant Income) von 22,5 Millionen Pfund beruhen.⁶⁷ Der Scheme Income beruht auf der Tätigkeit von NEST am Markt. Die Mitglieder zahlen eine Verwaltungsgebühr in Höhe von 0,3 Prozent des verwalteten Vermögens, bei Einzahlung werden 2 Prozent abgezogen, insgesamt soll das etwa einer Verwaltungsgebühr in Höhe von 0,5 Prozent des verwalteten Vermögens entsprechen. Diese Gebühren wurden vor der Einführung von NEST als für die meisten Berechtigten günstiger als die am Markt verfügbaren Vorsorgeprodukte angesehen.⁶⁸

Das Framework Agreement zwischen dem Department of Work and Pensions und NEST nennt als grant income zum einen grant in aid um die Kosten zu decken, die aufgrund der Tätigkeit als Non Departmental Public Body (NDPD) entstehen, zum anderen Public Service Obligation Offset Payments, die als grant gewährt werden, um die Differenz zwischen marktüblichen Zinsen und den Zinsen für Darlehen an den Staat zu decken.⁶⁹ Der Kredit des Department for Work and Pensions wird mit etwa 715 Mio. Pfund angegeben.⁷⁰

2.3 Regulierung von NEST (Träger des Standardproduktes im Vereinigten Königreich)

Im Vereinigten Königreich beruhen das staatlich organisierte Standardprodukt und sein Träger, die NEST Corporation, auf einer gesetzlichen Regelung, Section 67 Pensions Act 2008. Nach Section 67 (1) Pensions Act 2008 hat der Secretary of State ein Pension Scheme zu etablieren und Vorschriften für seine Verwaltung und das Management zu erlassen. Das Pension Scheme ist nach Section 67 (2) Pensions Act 2008 als unwiderfälliger Trust zu behandeln.

NEST ist Nachfolger der durch die im Pensions Act 2007 geschaffenen und im Pensions Act 2008 mit erweiterten Funktionen versehenen Personal Accounts Delivery Authority. An sich und für die Corporate Governance ist zwischen der NEST Corporation, die als Trustee das NEST Pension Scheme betreibt, und dem Pension Scheme selbst zu unterscheiden. Die NEST Corporation ist als Non-Departmental Public Body eine unabhängige Organisation.⁷¹ Die Beziehungen zum Department Work and Pensions als Sponsoring Department lassen sich einem Framework Document entnehmen.⁷² Änderungen des Framework Document können jederzeit vom Ministerium vorgeschlagen werden, bedürfen aber der Zustimmung des Chair von NEST.

Eine Public Corporation wie NEST ist ein Unterfall des Non Departmental Public Body.⁷³ Public Corporations werden als Market Bodies bezeichnet, die mehr als 50 Prozent ihres

⁶⁷ NEST Corporation, Annual report and accounts 2018/19, p. 30, für das Geschäftsjahr 2020/21 werden Gesamteinnahmen von etwa 160 Millionen Pfund erwartet.

⁶⁸ NEST, Briefing note. Why does NEST's combination charge meet its low charge objective?, 2011, p. 5.

⁶⁹ Framework Agreement, 16.2.

⁷⁰ NEST Corporation, Annual report and accounts 2018/19, p. 84.

⁷¹ HM Treasury Managing public money, July 2013 with annexes adjusted as at September 2019, Box A7.1A.

⁷² Department of Work and Pensions, NEST, National Employment Savings Trust Corporation, Framework Document 2018, effective from February 2019, zuvor Department of Work and Pensions, NEST, National Employment Savings Trust Corporation, Framework Document, effective from February 2016.

⁷³ Cabinet Office, Public Bodies: A Guide for Departments, Chapter 2: Policy and characteristics of a Public Body, Punkt 7.5.1.1.

Einkommens durch den Verkauf von Waren oder Dienstleistungen erzielen. Die Bezeichnung als Corporation ist im Vereinigten Königreich an sich ungewöhnlich, bei NEST handelt es sich um eine Statutory Corporation, eine durch Gesetz gegründete Gesellschaft, wie etwa auch den Pension Protection Fund. An sich wird für State Agencies nur ein Executive Board vorgesehen, auch beim Pension Protection Fund aber ein Board. Schedule 1 des Pension Act 2008 spricht nicht von einem Board, sondern von Mitgliedern der Gesellschaft,⁷⁴ konkret von Trustee Members. Relevant ist weiter die National Employment Trust Savings Order 2010,⁷⁵ zuletzt ergänzt 2018.⁷⁶ Auf Grundlage von Art. 15 der National Employment Savings Trust Order 2010 hat NEST sich konkretisierende Regeln gegeben.⁷⁷

3. DER KALIFORNISCHE FONDS CALSAVERS

3.1 Alterssicherungssystem und Charakteristika des Standardproduktes

Das US-amerikanische Rentensystem kennt eine verpflichtende erste Säule. Beiträge bis zu einer geringen Mindestsicherung werden zu einem deutlich besseren Rate in Rentenansprüche umgewandelt.⁷⁸ Anders als in Schweden und im Vereinigten Königreich kennen die Vereinigten Staaten von Amerika keine bedarfsunabhängige Grundrente.⁷⁹ Insoweit ist bemerkenswert, dass CalSavers anders als der englische Pensions Act 2008 eine automatische Einbeziehung ab dem ersten Euro vorsieht. Folge ist eine zumindest zunächst sehr hohe Opt-Out-Rate von über 30 Prozent.⁸⁰

CalSavers ist in der dritten Säule des kalifornischen Alterssicherungssystems angesiedelt und wurde 2013 gegründet. Der Fonds soll nach dem California Code nur installiert werden, wenn eine Anwendbarkeit des US-amerikanischen Betriebsrentenrechts (ERISA) ausgeschlossen werden kann, zum insoweit anhängigen Rechtsstreit unten I.3.3. Die Implementierung soll bis Mitte 2022 andauern.

3.2 Aufgaben und Kennzahlen

Aufgaben von CalSavers sind neben der Vermögensanlage die automatische Einbeziehung sowie die Kontenverwaltung, es wird weiter ein Call-Center betrieben. Die Datenlage zu CalSavers ist weniger gut aufgearbeitet als bei den anderen, bereits seit mehreren Jahren am Markt etablierten staatlich organisierten Standardprodukten. So wird die Anzahl der Beschäftigten im Jahresbericht nicht angegeben,⁸¹ der Personalaufwand betrug bis zum Ende der Pilotphase jährlich weniger als 1 Million US-Dollar, im Juni 2019

⁷⁴ Section 1: members of the corporation, dazu noch unten IV.3.1.

⁷⁵ Statutory Instrument 2010/917.

⁷⁶ Statutory Instrument 2018/368.

⁷⁷ Order and Rules of the National Employment Savings Trust, Rules applicable from 9 September 2019.

⁷⁸ *Markus Roth* Einfacher Zugang zu kostengünstiger privater Vorsorge, 2019, S. 14.

⁷⁹ Allerdings für kleine Einkommen eine hohe Umwandlungsrate von Rentenbeiträgen, dazu *Markus Roth* Einfacher Zugang zu kostengünstiger privater Vorsorge, 2019, S. 50.

⁸⁰ Participation & Funding Snapshot, as of 11/14/19, Board Meeting November 18, 2019, Item 3 Implementation Update, Attachment 1.

⁸¹ Das Protokoll des Board-Meetings vom 22. Juli 2019 nennt neun Mitarbeiter von CalSavers, die an diesem Treffen teilnehmen, zuvor wurden teilweise Funktionen genannt, eine Gesamtdarstellung ist nicht ersichtlich.

monatlich etwa 80.000 Dollar.⁸² Die Gesamtausgaben betragen etwa drei Millionen US-Dollar, sie sollen nach der Berechnung des State Administrative Fee nach der Implementierung des Programms nur leicht steigen.⁸³ Durch den State Administrative Fee sollen die laufenden Kosten gedeckt werden und der Kredit zurückgezahlt werden, der für den Aufbau von CalSavers gewährt wurde.⁸⁴ Bis zum Ende der Pilotphase im Juni 2019 betrug das verwaltete Vermögen weniger als 1 Million Euro.⁸⁵

Seit Juli 2019 beginnen die Arbeitgeber mit der Registrierung, zunächst müssen die größten Arbeitgeber ihre Arbeitnehmer melden. CalSavers hat mit externen Dienstleistern Verträge zur Administration der Konten sowie zur Vermögensverwaltung abgeschlossen. Die anfänglichen Kosten liegen für die Administration des Pensionsplans bei 0,75 Prozent, ab einer Anlagesumme von 5 Mrd. US-Dollar bei 0,60 Prozent, ab 10 Mrd. US-Dollar bei 0,45 Prozent, ab 20 Mrd. US-Dollar bei 0,25 Prozent, ab 30 Mrd. US-Dollar bei 0,18 Prozent und ab einer Anlagesumme von 35 Mrd. US-Dollar eine Gebühr von 0,15 Prozent. Bei einer Einzahlung in Höhe von fünf Prozent des Einkommens wird nach sieben Jahren mit Kosten etwa in Höhe von 0,3 Prozent gerechnet. Hinzu kommt eine Gebühr für die eigentliche Vermögensverwaltung, die je nach gewählten Fonds zwischen 0,02 Prozent und 0,12 Prozent variiert,⁸⁶ sowie die bereits erwähnte Gebühr für das staatliche Tätigwerden von 0,05 Prozent.⁸⁷

Die Wahrscheinlichkeit des Eintreffens der Prognosen ist schwer zu beurteilen. Die Opt-Out-Rate liegt mit zunächst mehr als dreißig Prozent⁸⁸ über der ohnehin schon hohen Prognose von etwa 25 Prozent im Basisszenario.⁸⁹ Es könnte das Fehlen einer Mindestsumme für die Einzahlungen größere Auswirkungen als erwartet und so zu langsameren Sinken der Gebühren sorgen. Es könnte aufgrund des Rechtsstreits um die Zulässigkeit der Einführung des Fonds (sogleich I.3.3) auch dazu kommen, dass nach einer gerichtlichen Entscheidung keine Gelder mehr angenommen werden dürfen.

⁸² CalSavers Budget Overview Fiscal Year 2018/19, June 2019: projected 81.362 Dollar, actual: 81.462 Dollar.

⁸³ CalSavers Board Meeting, October 16, 2018, Agenda Item 7, State Administrative Fee.

⁸⁴ CalSavers Board Meeting, October 16, 2018, Agenda Item 7, State Administrative Fee verweist auf zwei Kredite von insgesamt 16,9 Millionen Dollar. Das entspricht dem Transfer zum Programm nach dem CalSavers Budget Overview Fiscal Year 2018/19, June 2019, es verbleibt danach ein weiterer Kreditrahmen von 2,5 Millionen Dollar, die bisherigen Gesamtausgaben lagen bei etwa 3,7 Millionen Dollar.

⁸⁵ CalSavers Board Meeting, November 18, Agenda Item 4, Quarterly Investment Performance Review Presentation, p. 6.

⁸⁶ California Secure Choice Retirement Savings Investment Board, Board Resolutions 2018-06 und 2018-07: Authority to Execute Contracts for Program Administration and Investment Services, August 16, 2018.

⁸⁷ California Secure Choice Retirement Savings Investment Board, October 16, 2018, Agenda Item 7, State Administrative Fee.

⁸⁸ Participation & Funding Snapshot, as of 11/14/19, Board Meeting November 18, 2019, Item 3 Implementation Update, Attachment 1.

⁸⁹ Overture, Final Report to the California Secure Choice Retirement Savings Investment Board, 2016, p. 16.

3.3 Regulierung und der Streit um einen Verstoß gegen Bundesrecht (ERISA)

CalSavers ist im California Government Code gesetzlich geregelt.⁹⁰ Nach dem kalifornischen Gesetz war es Aufgabe des Board, das Programm zur automatischen Einbeziehung angemeldeter Arbeitnehmer zu starten.⁹¹ Hierfür musste sich der Board davon überzeugen, dass die Steuervorteile für private Altersvorsorge nach dem Internal Revenue Code eingreifen und die Vorschriften des US-amerikanischen Betriebsrentenrechts nicht eingreifen.⁹² Der Board kann Durchführungsbestimmungen zur Anwendung der Regeln zur Einführung des Standardproduktes erlassen.⁹³ Der Board von CalSavers hat den Start des Programms beschlossen, verschiedene Richtlinien erlassen und Aufträge zur Verwaltung des Vermögens sowie zur Führung der Konten und zur Information vergeben.

Die Zukunft von CalSavers erscheint ungewiss. Eine kalifornische Organisation hat Klage eingereicht⁹⁴ und will erreichen, dass das kalifornische Standardprodukt für unzulässig erklärt wird. In einer ersten Verfügung hatte das Gericht im März 2019 einen Verstoß gegen ERISA noch verneint und eine Frist zur Ergänzung des Vortrags des Klägers gesetzt.⁹⁵ In der Zwischenzeit ist das US-amerikanische Arbeitsministerium, das Department of Labor, der Rechtsauffassung des Klägers beigetreten. Konkret geht es um die Frage, ob auf bundesstaatlicher Ebene ein solcher Fonds gebildet werden kann. Nach Ansicht des Department of Labor fällt CalSavers unter das auf Bundesebene erlassene US-amerikanische Betriebsrentenrecht und darf nicht wie vom Bundesstaat Kalifornien angenommen nicht wie nach kalifornischem Recht vorgesehen betrieben werden.⁹⁶

Kern des anhängigen Verfahrens ist ein Konflikt des Rechts des Bundesstaates Kalifornien mit dem Bundesrecht und damit die Frage der Reichweite des Freiraums der Bundesstaaten. Politisch stellt sich hier die Frage des Vorrangs des Bundesrechts, auch im Umweltbereich wurden die Freiräume der Bundesstaaten beschränkt. Hintergrund ist jedenfalls auch eine Änderung der Regeln durch die gegenwärtige Trump-Administration, die vorhergehende Administration (Obama) war diesbezüglich liberaler und generell staatlichen Lösungen gegenüber aufgeschlossener. Wegen des anhängigen Rechtsstreits in Kalifornien und der größeren Nähe zu Schweden und zum Vereinigten Königreich sollen in der Folge insbesondere die europäischen Standardprodukte näher betrachtet und für die Ausgestaltung eines deutschen Trägers herangezogen werden.

⁹⁰ California Government Code, Title 21, THE CALIFORNIA SECURE CHOICE RETIREMENT SAVINGS TRUST ACT, Section 10000-10500.

⁹¹ California Government Code Section 10012.

⁹² California Government Code Section 10043 (1).

⁹³ California Government Code Section 10048.

⁹⁴ Howard Jarvis Taxpayers Association et al v. California Secure Choice Retirement Savings Program et al, United States District Court Eastern District of California, Case No. 2:18-cv01584-MCE-KJN.

⁹⁵ Morrison C. England, US District Judge, Memorandum and Order, Howard Jarvis Taxpayers Association et al v. California Secure Choice Retirement Savings Program et al, United States District Court Eastern District of California, Case No. 2:18-cv01584-MCE-KJN, 23. March 2019.

⁹⁶ Statement of Interest of the United States, Document 43 Howard Jarvis Taxpayers Association et al v. California Secure Choice Retirement Savings Program et al, United States District Court Eastern District of California, Case No. 2:18-cv01584-MCE-KJN, filed 13. September 2019.

4. DER TRÄGER EINES DEUTSCHEN STANDARDPRODUKTS

4.1 Alterssicherungssystem und Charakteristika eines Standardproduktes

Das deutsche Rentensicherungssystem ist einkommensabhängig ausgestaltet und ähnelt insoweit dem schwedischen Alterssicherungssystem. Grundsätzlich liegt daher eine Orientierung am schwedischen System nahe. Anders als in Schweden und im Vereinigten Königreich gibt es in Deutschland allerdings noch keine bedarfsunabhängig gewährte Grund- bzw. Garantierente, sondern neben der gesetzlichen Rentenversicherung lediglich eine bedarfsabhängig ausgestaltete Grundsicherung im Alter. In Schweden wurde die Garantierente zeitgleich mit der Prämienrente eingeführt.⁹⁷ Die grundsätzliche Einigung zur Grundrente innerhalb der Regierungskoalition⁹⁸ sollte zum Anlass genommen werden, möglichst zeitgleich mit der Grundrente auch die kapitalgedeckte Alterssicherung zu stärken, insbesondere durch die Einführung eines staatlich organisierten Standardproduktes.⁹⁹

Das deutsche Alterssicherungssystem geht bereits jetzt von einer ergänzenden privaten Vorsorge aus. Der Alterssicherungsbericht berechnet das Rentenniveau unter Annahme einer Riester-Rente, in die vier Prozent des Einkommens einbezahlt werden.¹⁰⁰ Diese Annahme ist bislang nicht hinreichend durch eine entsprechende Teilnahme der Berechtigten unterlegt, dies obwohl zusätzliche Altersvorsorge in Deutschland verbreitet ist.¹⁰¹ Allerdings beträgt die Verbreitung von Betriebsrente und Riester-Verträgen nur gemeinsam über der Hälfte der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten, bei privaten Arbeitgebern insgesamt wohl unter zwei Drittel der Arbeitnehmer.¹⁰² Betrachtet man den Anteil der Riester-Verträge bei sozialversicherungspflichtiger Beschäftigung isoliert, so ist von einer Verbreitung von unter fünfzig Prozent auszugehen.¹⁰³

Die überwiegend diskutierten Vorschläge einer Extrarente¹⁰⁴ sowie der hessische Vorschlag einer Deutschland-Rente¹⁰⁵ sehen entsprechend den Alterssicherungsberichten der Bundesregierung eine Verortung des Standardproduktes in der dritten Säule des deutschen Alterssicherungssystems vor.¹⁰⁶ Zielgruppe wären alle sozialversicherungspflichtig beschäftigten Arbeitnehmer, weiter Beamte und Selbständige.

4.2 Aufgaben und mögliche Interessenkonflikte

Aufgabe eines staatlich organisierten Standardproduktes ist in jedem Fall die Vermögensverwaltung, allen Trägern obliegen zudem Informationspflichten. Ob und inwieweit

⁹⁷ The Swedish Pension Agreement and Pension Reform, Ds 2009:53.

⁹⁸ Dazu das Gutachten des Sozialbeirats der Bundesregierung zum Rentenversicherungsbericht 2019, S. 11 ff.

⁹⁹ Zum Zusammenhang *Markus Roth* Einfacher Zugang zu kostengünstiger privater Altersvorsorge, 2019, S. 13 ff.

¹⁰⁰ Alterssicherungsbericht 2016, S. 171, so weiter der Rentenversicherungsbericht 2019, S. 39.

¹⁰¹ *Markus Roth* Einfacher Zugang zu kostengünstiger privater Altersvorsorge, Automatische Einbeziehung in ein staatlich organisiertes Standardprodukt, 2019, S. 34.

¹⁰² Alterssicherungsbericht 2016, S. 155: 70 Prozent mit Zusatzversorgung im Öffentlichen Dienst.

¹⁰³ Nach Zahlen des BMAS bestanden im 2. Quartal 2019 16,5 Mio. Riester-Verträge, die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten liegt nach Zahlen der Bundesanstalt für Arbeit bei über 33 Mio.

¹⁰⁴ Zur Debatte um ein Standardprodukt in Deutschland die Einleitung.

¹⁰⁵ Zur Debatte um ein Standardprodukt in Deutschland die Einleitung.

¹⁰⁶ So auch der Vorschlag der Christlich-Demokratischen Arbeitnehmerschaft (CDA), vom CDU-Bundesparteitag in geänderter Fassung, zunächst ohne staatlich organisiertes Standardprodukt, beschlossen.

darüber hinaus mit der automatischen Einbeziehung und der Kontenverwaltung weitere Aufgaben zugewiesen werden, ist eine politische Entscheidung. Bei Verantwortung auch für die Konten und eine automatische Einbeziehung ist eine größere Organisation als in Schweden notwendig, dies auch bei externer Vergabe. Die größere Anzahl von Arbeitnehmern beim britischen Standardprodukt NEST gegenüber dem schwedischen Standardprodukt AP7 spiegelt den Aufwand des britischen Standardproduktes wieder, das nicht nur eine gute Rendite erzielt und Konten verwaltet, sondern auch die automatisch Einbezogenen davon überzeugen muss, überhaupt in eine zusätzliche Altersvorsorge einzuzahlen.

Die Ziele des Standardproduktes können über die reine Erzielung von Rendite hinausgehen. Es kommen weiter die Ausgestaltung des Rentensystems betreffende Ziele in Betracht. Allgemein dient die Ergänzung der gesetzlichen Rentenversicherung durch eine kapitalgedeckte Vorsorge zugleich der nachhaltigen Gestaltung des Alterssicherungssystems insgesamt.¹⁰⁷ Diese kann obligatorisch oder freiwillig ausgestaltet werden, aber auch auf anfängliches und dauerhaftes Sparen durch automatisch einbezogene Personen abzielen. Anfängliches Sparen erfolgt dann nur, wenn kein Widerspruch gegen die automatische Einbeziehung (kein Opt-Out) erfolgt, dauerhaftes Sparen nur, wenn Verträge regelmäßig bedient werden, auch bei Jobwechsel. Bei einer automatischen Einbeziehung und dem Ziel weiter Verbreitung liegt es nahe, die Verlustaversion bei der Ausgestaltung der Anlagestrategie zu berücksichtigen.¹⁰⁸ Es wäre dann auch Aufgabe des Trägers, die Zielgruppe näher zu untersuchen und ihre Präferenzen zu berücksichtigen.

Die Ziele eines staatlich organisierten Standardproduktes sollen nach manchen Stimmen aber auch über die eigentliche Alterssicherung hinausgehen. So könnte durch eine Renditeorientierung auch eine Stärkung des Kapitalmarkts in Deutschland bzw. in Europa bezweckt werden.¹⁰⁹ Der deutsche Kapitalmarkt ist bislang unterentwickelt. Das Ziel der Stärkung des hiesigen Kapitalmarktes würde eine Anlage jedenfalls auch in Deutschland bedingen, angestrebt werden mag eine Übergewichtung deutscher Aktien gegenüber einem Anteil von etwa drei Prozent an der Marktkapitalisierung weltweit.¹¹⁰ International findet sich eine entsprechende Zielsetzung nicht, auch in Deutschland sollte die Art der Anlage dem Träger überlassen werden. Dem Träger sind keine Aufgaben zuzuweisen, die nicht unmittelbar mit der Stärkung der Alterssicherung in Zusammenhang stehen. Insbesondere dient der Träger eines staatlich organisierten Standardproduktes in der privaten Altersvorsorge nicht der Verfolgung industriepolitischer Interessen oder ist ein Vehikel zur Staatsfinanzierung.

4.3 Gesetzliche Regelungen und Ergänzung durch nachgelagerte Rechtsakte

Die Grundsatzentscheidung für die Einführung eines staatlich organisierten Standardproduktes hat durch gesetzliche Regelung zu erfolgen. Gesetzlich festzulegen ist, wer durch wen automatisch in ein solches Produkt einbezogen werden soll. Auch die Höhe der Einzahlung und etwaige Einkommensgrenzen sollten sich jedenfalls zunächst direkt

¹⁰⁷ Darauf abstellend der Mercer Melbourne Global Pension Index.

¹⁰⁸ Zum Vereinigten Königreich oben I.2.

¹⁰⁹ Gegen eine solche Zielsetzung des schwedischen Prämienrentensystems der dortige Bericht Ett bättre premiépensionssystem, November 2019, SOU 2019:44, p. 53.

¹¹⁰ Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2019, Summary Edition, p. 18: Anfang 2019 2,8 Prozent, 1900: dreizehn Prozent.

aus einer gesetzlichen Regelung ergeben, Anpassungen können wie im Vereinigten Königreich durch delegierte Rechtsakte erfolgen. Gesetzlich festzulegen sind weiter die Rechte und Pflichten von Vorsorgenden und Arbeitgebern.

Durch gesetzliche Regelung sollte weiter der Träger des staatlich organisierten Standardproduktes errichtet werden. Dabei sind etwaige europarechtliche Regelungen zu beachten. Von der Ausgestaltung des Standardproduktes und den angebotenen Wahlmöglichkeiten hängt ab, ob die Richtlinien über organisierte Wertpapiervermögen,¹¹¹ über alternative Investmentfonds,¹¹² über Versicherungen¹¹³ oder betriebliche Altersvorsorge¹¹⁴ Anwendung finden.

Im Vereinigten Königreich ist das staatlich organisierte Standardprodukt im Pensions Act 2008 geregelt,¹¹⁵ die Europäische Kommission nimmt in einer beihilferechtlichen Entscheidung die Anwendung der Richtlinie für Einrichtungen betrieblicher Altersversorgung an,¹¹⁶ die Berichterstattung wird von der Aufsichtsbehörde als gute Praxis nach der Pensionsfondsrichtlinie gewürdigt.¹¹⁷ In Schweden regelt das AP-Fonds Gesetz das staatlich organisierte Standardprodukt und seinen Träger und erklärt bestimmte Regeln über Investmentfonds für anwendbar.¹¹⁸ Im Rahmen der OGAW-Richtlinie ist eine Investition in Wertpapiere und Derivate möglich und lässt sich so die aktuelle Investitionsstrategie von AP7 abbilden.

Näher geregelt werden sollte dabei auch die Organisationsverfassung des Trägers des staatlich organisierten Standardproduktes. In gewissem Umfang möglich sind Regelungen durch Verordnung des zuständigen Ministeriums, so wenn wie im Vereinigten Königreich Einkommensgrenzen für die automatische Einbeziehung in das Standardprodukt definiert werden sollen. Schließlich ist dem Träger des staatlich organisierten Standardproduktes ein hinreichender Entscheidungsfreiraum zu belassen. Regelungen durch den Träger des staatlich organisierten Standardproduktes selbst sind etwa zur Vermögensanlage, zur Delegation von Entscheidungen durch das oberste Organ des Trägers, zur Vergütung, zur internen Kontrolle, nachhaltige Vermögensanlage, sowie zur Stewardship, also zur Wahrnehmung von Eigentumsrechten, notwendig. Vorgesehen werden kann die Veröffentlichung von Richtlinien, diese entspricht jedenfalls guter Praxis.

¹¹¹ Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlage in Wertpapiere (OGAW), ABIEU 302/32.

¹¹² Richtlinie 2011/61/EG über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM).

¹¹³ Richtlinie 2009/138/EG betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II), ABIEU 355/1.

¹¹⁴ Richtlinie 2016/2341 über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV), ABIEU 354/37.

¹¹⁵ Pensions Act 2008, zuletzt geändert durch The Automatic Enrolment (Earnings Trigger and Qualifying Earnings Band) Order 2019, SI 2019 No. 374.

¹¹⁶ State Aid N 158/2009 – United Kingdom, Establishment of the National Employment Savings Trust – NEST, Brussels 6.7.2010, C (2010)4507 final, no. 32 (page 10): Anlage nach den Grundsätzen der IORP Directive, verwiesen wurde noch auf die Richtlinie aus dem Jahre 2003.

¹¹⁷ EIOPA, Implementation of IORP II: Report of the Pension Benefit Statement: guidance an principles based on current practices, 13 november 2018.

¹¹⁸ Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), 5. Kapitel, § 7.

II. AUSSCHLUSS VON WEISUNGEN SOWIE DES ZUGRIFFS DES STAATES

1. STAATLICHER ZUGRIFF DURCH ORGANISATORISCHE ANBINDUNG?

1.1 Organisatorische Anbindung international

Der Träger des staatliche organisierten Standardproduktes AP7 ist als government agency an das schwedische Finanzministerium angebunden.¹¹⁹ An das Finanzministerium sind auch die übrigen AP-Fonds angebunden, die sogenannten Buffer-Fonds, die im Rahmen der gesetzlichen Rentenversicherung der Sicherung der Einkommensrente dienen. Zu diesen Buffer-Fonds zählt auch AP4,¹²⁰ der stärker als das schwedische Standardprodukt für die Prämienpension in schwedische Aktien investiert.

Das britische Standardprodukt NEST ist an das Department for Work and Pensions angebunden, es gelten die allgemeinen Regeln für Non Departmental Public Bodies. Transparenz stellt ein Framework Document her, dem die Beziehungen zwischen NEST und dem Department for Work and Pensions entnommen werden können.¹²¹ Im für die NEST Corporation zuständigen Ministerium, dem Department for Work and Pensions, obliegt der Kontakt primär dem ALB Partnership Team,¹²² vorgesehen werden weiter zumindest vierteljährliche Treffen des CEO der NEST Corporation mit dem ALB Partnership Team sowie jährliche Treffen des Ministers for Pensions and Financial Inclusion mit dem Verwaltungsratsvorsitzenden und dem CEO von NEST.¹²³ Auf Seiten des Department for Work and Pensions ist zudem der Staatssekretär (permanent secretary) für NEST zuständig und als Principal Accounting Officer (PAO) gegenüber dem Parlament verantwortlich.¹²⁴ Der permanent secretary berät den Minister zu Richtlinien und Zielen und zum angemessenen Budget von NEST sowie zur Beurteilung der Zielerreichung durch NEST. Als Principal Accounting Officer überwacht er NEST und adressiert wesentliche Probleme.

In Kalifornien sowie in den meisten anderen US-Bundesstaaten, die ein staatlich organisiertes Standardprodukt geschaffen haben, ist der Treasurer für das staatlich organisierte Standardprodukt zuständig,¹²⁵ er oder sie ist in Kalifornien zugleich Chairman des Board von CalSavers. Die enge Anbindung zeigt sich in Kalifornien auch an der Internetpräsenz. Board-Meetings und andere förmliche Informationen werden auf der Seite des Treasurers veröffentlicht. Eine separate Seite von CalSavers, die vom Service-Provider betreut wird, dient insbesondere der allgemeinen Information von Arbeitgebern und Arbeitnehmern.

¹¹⁹ <https://www.government.se/government-agencies/seventh-ap-fund/>.

¹²⁰ <https://www.government.se/government-agencies/fourth-ap-fund-fjarde-ap-fonden/>.

¹²¹ Framework Document 2018, p. 1: this document does not convey any legal powers or responsibilities.

¹²² ALB: Arms Length Body.

¹²³ Framework Document 2018, p. 5.

¹²⁴ Framework Document 2018, p. 6.

¹²⁵ Dies allgemein empfehlend die National Conference on Public Employee Retirement Systems (NCPERS), Secure Choice 2.0.

1.2 Optionen für den Träger eines deutschen Standardproduktes

Als für ein staatlich organisiertes Standardprodukt zuständiges Ministerium kommt aufgrund bestehender sachliche Nähe das Bundesministerium für Finanzen, aufgrund der Betroffenheit von Arbeit und Alterssicherung das Bundesministerium für Arbeit und Soziales sowie aufgrund der Betroffenheit des Verbraucherschutzes das Bundesministerium für Justiz und Verbraucherschutz in Betracht. International findet sich überwiegend eine Anbindung an die Finanzverwaltung, so in Schweden und mehreren US-Bundesstaaten. In Großbritannien ist der Träger des staatlich organisierten Standardproduktes allerdings an das Department for Work and Pensions angebunden.

Für eine Anbindung an das Bundesministerium der Finanzen kann angeführt werden, dass es sich um ein Produkt der dritten Säule (private Altersvorsorge) handelt. Es besteht eine jedenfalls funktionelle Ähnlichkeit mit der Riester-Rente. In Betracht zu ziehen ist das Bundesministerium der Finanzen insbesondere bei einer Beschränkung der Anbindung auf eine Rechtmäßigkeitskontrolle. Insbesondere bei einem veränderten Kapitalmarktumfeld könnte sich eine Anbindung an das Bundesministerium der Finanzen als problematisch erweisen. Die Finanzierungsbedingungen des Staates sind derzeit sehr günstig, dies muss aber nicht so bleiben.

Auch beim Bundesministerium für Arbeit und Soziales bestehen auf dem Gebiet der zusätzlichen Altersvorsorge bereits verschiedene Kompetenzen. Zu nennen sind die Betriebsrente, auch die Statistik zur Verbreitung der Riester-Rente wird beim Bundesministerium für Arbeit und Soziales geführt. Im Alterssicherungsbericht berichtet das Bundesministerium für Arbeit und Soziales auch über die Entwicklung der Riester-Rente, diese ist dort zusammen mit der gesetzlichen Rentenversicherung bei der Darstellung des Gesamtniveaus der deutschen Alterssicherung genannt. Bislang geht der Alterssicherungsbericht von einer hundertprozentigen Beteiligung an der Riester-Rente aus. Bei hier vorgeschlagener Weiterentwicklung könnte dies fortgeführt werden, wenn die Opt-Out Rate aus der zusätzlichen Alterssicherung auf akzeptablem Niveau verharrt.

Das Bundesministerium für Arbeit und Soziales könnte so ein Interesse an einer kleinen Opt-Out-Rate haben, weiter an einer Renditeorientierung, da so das Gesamtversorgungsniveau im Alter steigt. Sowohl das Interesse an geringen Widerspruchsrate als auch eine Renditeorientierung begründen noch keinen Interessenkonflikt. Sicherzustellen wäre eine hinreichende Unterstützung, an dieser könnte es bei einem Fokus auf die gesetzliche Rentenversicherung fehlen oder wenn im Ministerium eine paritätische Finanzierung als vorzugswürdig angesehen wird. Für eine Anbindung an das Bundesministerium für Arbeit und Soziales würden insbesondere weitergehende Aufgaben des Trägers sprechen, etwa die Mitwirkung an einer Weiterentwicklung des deutschen Alterssicherungssystems.

Schließlich käme aufgrund der Zuständigkeit auch für den Verbraucherschutz eine Zuständigkeit des Justizministeriums in Betracht, allerdings erscheint der Bezug zur Tätigkeit des Trägers eher schwach ausgeprägt. Im Rahmen einer politischen Entscheidung werden so insbesondere die Bundesministerien für Arbeit und Soziales sowie für Finanzen als zuständige Ministerien in Betracht zu ziehen sein.

2. AUSSCHLUSS VON WEISUNGEN DES STAATES

Näher auszuformen ist die Rechtsstellung des Trägers des staatlich organisierten Standardproduktes gegenüber dem zuständigen Ministerium. Als Vorbild kann hierfür die Regelung der Bundesbank im Bundesbankgesetz herangezogen werden. Auch die Bundesbank ist an ein Ministerium, konkret an das Finanzministerium, angehängt. Nach § 12 Satz 1 Bundesbankgesetz ist die Deutsche Bundesbank bei der Wahrnehmung der Befugnisse, die ihr nach dem Bundesbankgesetz zustehen, von Weisungen der Bundesregierung unabhängig.¹²⁶

Für eine Sicherung der Unabhängigkeit spricht insbesondere die zur Akzeptanz eines staatlich organisierten Standardproduktes und seines Trägers notwendige öffentliche Meinung. Zusätzlich abgesichert werden kann die Unabhängigkeit auch durch eine zusätzliche Institution etwa in Form eines Beirats, der bei grundlegenden Entscheidungen zu konsultieren ist (etwa bei der Berufung von Organmitgliedern, Änderung von Anlagegrundsätzen etc.).

3. KEIN ZUGRIFF DES STAATES AUF DIE VORSORGEKONTEN

In Schweden wird die Prämienrente unter den Schutz des Eigentums gestellt.¹²⁷ Nach den Gesetzesmaterialien ist die Konstruktion einer vorfinanzierten Pension einer privaten Rentenversicherung so ähnlich, dass es unvertretbar wäre, sie nicht unter den Schutz der Verfassung zu stellen.¹²⁸ Im Vereinigten Königreich wurde NEST als Trust organisiert. Trustees sind allein den Interessen der Begünstigten verpflichtet. Die Tradition dieses für die englische Rechtsordnung zentralen Rechtsinstituts macht eine Diskussion des Schutzes der Vorsorgenden überflüssig.

Auch in Deutschland stellt sich bei staatlicher Organisation des Vorsorgeproduktes die Frage eines Schutzes der Vorsorgenden. Zutreffend sind die Vorsorgenden nach Art. 14 GG geschützt, sie sind jedenfalls im grundrechtlichen Sinne als Eigentümer anzusehen. Dies kann organisatorisch abgesichert werden, indem die Vermögensverwaltung und die Kontoführung an externe, private Dienstleister delegiert wird. Der Schutz würde über das bei der gesetzlichen Rentenversicherung gewährte Niveau hinausgehen,¹²⁹ auch eine Treuhand (Trust) unterfällt diesem grundrechtlichen Schutz.¹³⁰ Aus dem Grundgesetz folgt so der Auftrag, durch einfachgesetzliche Regelungen einen hinreichenden Schutz vor Eingriffen des Staates sicherzustellen.

¹²⁶ *Siekmann* Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach geltendem Recht und dem Vertrag über die Verfassung von Europa, ILF Working Paper Series N. 35.

¹²⁷ *Erhag* Country Report Sweden, in Becker et al, Security: A General Principle of Social Security Law in Europe, Europa Law Publishing 2010, S. 481, 490.

¹²⁸ Prop 1997/98:151, Inkomstgrundad ålderspension, Seite 400-402 (auf IG Chapter 2 Art 18 verweisend, dazu *Erhag* S. 489 f, danach Neufassung des 2. Kapitels, durch SFS 2010:1408, nun Kapitel 2 § 15.

¹²⁹ Dazu *Dederer* in Bonner Kommentar zum Grundgesetz, 189. Aktualisierung 2018, Art. 14 GG Rdn. 1136 ff (Die Stärke der Sozialversicherung ist zugleich ihre Schwäche, Rdn. 1136, weiter Gestaltungsspielraum des Gesetzgebers, Rdn. 1137).

¹³⁰ Traditionell wird auf Wertpapiere abgestellt, dazu *Dederer* in Bonner Kommentar zum Grundgesetz, 189. Aktualisierung 2018, Art. 14 GG Rdn. 41 ff, zur Versicherung Rdn. 1054 ff.

III. INTERESSENKONFLIKTE BEI STAATLICHER TRÄGERSCHAFT

1. INTERESSENKONFLIKTE, RECHTLICHER RAHMEN UND GESTALTUNGEN

1.1 Grundlagen

Bei der Ausgestaltung der Organisation des Trägers eines staatlich organisierten Standardproduktes sind bestehende und mögliche Interessenkonflikte zu benennen und durch geeignete Regulierungsstrategien zu adressieren. Interessenkonflikte lassen sich verschiedentlich kategorisieren.¹³¹ Zunächst kann auf die Personen und Institutionen abgestellt werden, die einem Interessenkonflikt unterliegen können. In diesem Kontext zunächst zu nennen sind die Organmitglieder und Mitarbeiter des Trägers. Weiter können beauftragte (Finanz)Dienstleister einem Interessenkonflikt unterliegen. Schließlich und vor allem können staatliche Institutionen und kann der Staat selbst Interessen haben, die mit den Interessen der Vorsorgenden zumindest im Einzelfall konfliktieren können. Zwar hat der Staat im sozialen Bundesstaat für ausreichende Renten zu sorgen, er ist aber auch für die Wirtschaft zuständig und hat bei Kreditaufnahme eigene Interessen. Diese Interessenkonflikte bestehen im Allgemeinen und gegebenenfalls bei einem staatlich organisierten Standardprodukt im Besonderen.

Primäre Regulierungsstrategien für Interessenkonflikte sind die Interessenwahrungspflicht,¹³² dies insbesondere bei Treuhandverhältnissen,¹³³ sowie die Unabhängigkeit.¹³⁴ Unabhängigkeit meint im hier interessierenden Zusammenhang die Unabhängigkeit von Organmitgliedern, aber auch die Unabhängigkeit des staatlich organisierten Standardproduktes von Weisungen des Staates. Zur Unabhängigkeit gehört dabei aber auch die Beschränkung der Anzahl der Organmitglieder, die Beziehungen zu einer nahestehenden Person haben, insbesondere zum Staat, etwa als (vormalige) Staatsbedienstete.

1.2 Beispiele für Interessenkonflikte des Staates

Im Zusammenhang mit einem staatlich organisierten Standardprodukt wird in Deutschland die Einflussnahme des Staates auf Unternehmen und Märkte zutreffend sehr kritisch diskutiert. Das Standardprodukt soll der Altersvorsorge und nicht der Verfolgung staatlicher Interessen dienen. Interessenkonflikte des Staates können sich sowohl bei einer Anlage in Aktien als auch bei einer Anlage in festverzinsliche Wertpapiere ergeben sowie allgemein bezüglich der Anlagestrategie. Bei einer Anlage in Unternehmen mag der Staat auch eine eigenständige Industriepolitik verfolgen.¹³⁵ Relevant werden könnte ein staatlicher Einfluss insbesondere bei Unternehmenszusammenschlüssen, an denen auch deutsche Unternehmen beteiligt sind, aber auch allgemein im Zusammenhang mit der Kreditfinanzierung des Staates (Staatsfinanzierung).

¹³¹ Grundlegend *Kumpan* Der Interessenkonflikt im deutschen Privatrecht, 2014.

¹³² Allgemein *Kumpan* Der Interessenkonflikt im deutschen Privatrecht, 2014, S. 87 ff.

¹³³ Dazu *Grundmann* Der Treuhandvertrag, insbesondere die werbende Treuhand, 1997.

¹³⁴ *Kumpan* Der Interessenkonflikt im deutschen Privatrecht, 2014, S. 138 ff.

¹³⁵ Gegen eine solche Zielsetzung des schwedischen Prämienrentensystems der dortige Bericht Ett bättre premiepensionssystem, November 2019, SOU 2019:44, p. 53.

Der Staat als Kapitalnachfrager kann bei einer Änderung des Zinsniveaus ein Interesse daran haben, sich günstiger refinanzieren zu können, auch historisch mag der Fokus auf Garantien in der Altersvorsorge und damit auf festverzinsliche Wertpapiere nicht ganz ohne Eigeninteressen des Staates verfolgt worden sein. Eine hohe Kreditnachfrage des Staates besteht nicht nur bei Kriegen (verwiesen sei auf die Finanzierung des Ersten und Zweiten Weltkrieges durch die Notenbank sowie die Ausgabe von Kriegsanleihen und deren Zeichnung etwa durch Versicherungsunternehmen),¹³⁶ sondern auch bei Krisen. Allgemein wird in Krisen und bei schlechter Bonität des Staates ein besonderes Interesse an einer Umschichtung von Aktien in festverzinsliche Anleihen bestehen. In den USA investiert der für Bundesangestellte aufgelegte Fonds insbesondere in amerikanische Staatspapiere.¹³⁷ Wird das Standardprodukt zum Kauf von Staatspapieren verpflichtet, senkt das die Finanzierungskosten des Staates.

Interessenkonflikte des Staates, aber auch widerstreitende Interessen der durch das staatlich organisierte Standardprodukt Vorsorgenden können bei einer Investition in deutsche Unternehmen entstehen. Es können dann die Interessen aller Vorsorgenden an einer hohen Rendite mit dem Eigeninteresse der Mitglieder kollidieren, die zugleich Arbeitnehmer in einem solchen Unternehmen sind. Aus den hier benannten (möglichen) Interessenkonflikten folgt Notwendigkeit der Ausarbeitung von Anlagegrundsätzen, von Corporate Governance-Grundsätzen sowie von ESG-Grundsätzen, jedenfalls die detaillierte Regelung von Interessenkonflikten durch Erlass der genannten Grundsätze kann dem Träger des staatlich organisierten Standardproduktes überlassen bleiben.

Die Interessenkonflikte des Staates können auf verschiedenen Regulierungsebenen adressiert werden. Zunächst ist an gesetzliche Regeln zu denken, weiter an Verordnungen und an Richtlinien des Trägers des Standardproduktes selbst. Im Vereinigten Königreich findet sich auch eine Regelung im Framework Document zwischen NEST und dem Department of Work and Pensions. Der Interessenkonflikt bei einer Investition in Staatspapiere wird im Vereinigten Königreich angesprochen,¹³⁸ allerdings nicht gelöst. In Deutschland finden sich zu Interessenkonflikten bislang nur vereinzelte Regelungen, bereits seit längerem für Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder im Deutschen Corporate Governance Kodex, seit kurzem für Geschäfte mit nahestehenden Personen auch im Aktiengesetz.¹³⁹

1.3 Finanzierung des Trägers als Auslöser eines Interessenkonfliktes

Durch die Finanzierung des Standardprodukts kann ein zusätzlicher Interessenkonflikt entstehen. Die Finanzierung des laufenden Betriebs der Träger staatlich organisierter Standardprodukte erfolgt international durch die Anleger, die Gebühren sind jedenfalls

¹³⁶ Die Entwertung erfolgte nach dem Ersten Weltkrieg im Zuge der Hyperinflation der 1920er Jahre, nach dem Zweiten Weltkrieg durch die Währungsumstellung.

¹³⁷ Überblick über Kosten, Anlageergebnisse und Kosten der verschiedenen Fonds unter <https://www.tsp.gov/forms/index.html>. Mit Blick auf die Kosten die Öffnung des Thrift Saving Fund für alle Amerikaner fordernd *Birdthistle* Empire of the Fund, 2016, p. 213-215.

¹³⁸ NEST Responsible investment, Conflict of interest policy, p. 2.

¹³⁹ §§ 111a bis 111c AktG.

langfristig kostendeckend kalkuliert. Dies gilt sowohl für das schwedische Standardprodukt, das seine Kosten bereits deckt,¹⁴⁰ als auch für Produkte im Vereinigten Königreich¹⁴¹ sowie in Kalifornien, die sich bislang noch in der Einführungsphase befinden und so ihre Kosten nur teilweise, in Kalifornien zu einem sehr geringen Prozentsatz, selbst tragen können.

Die Anfangsfinanzierung erfolgte international zumindest teilweise durch Kredite. Im Vereinigten Königreich betrug die Verpflichtung gegenüber dem Steuerzahler zum 31. März 2019 etwa 655 Mio. Pfund.¹⁴² NEST erwartet, dass die von den Mitgliedern gezahlten Gebühren die Kosten ab dem Jahr 2026 decken werden, der Kreditbetrag soll dann auf etwa 1,15 Milliarden Pfund gestiegen sein.¹⁴³ Das Darlehen des Department of Work and Pensions¹⁴⁴ soll bis 2038 zurückbezahlt werden.¹⁴⁵ Deutlich geringer sind die entsprechenden Beträge für das kalifornische Standardprodukt CalSavers. In Kalifornien beträgt der Kredit 15 Mio. US-Dollar, nach dem Budgetüberblick beträgt der gesamte Kreditrahmen 19,4 Mio. US-Dollar, die gesamten Ausgaben des Programms bis 31. Mai, also kurz vor dem regulären Start des Programms, etwa 3,6 Mio. US-Dollar.¹⁴⁶ Für Schweden berichtet der Vorgänger des Orange Report, der Swedish Pension System Annual Report 2001 von einem verzinslichen Darlehen des National Debt Office an die für die Verwaltung der Konten des Prämienrentensystems zuständige Stelle,¹⁴⁷ ohne aber eine konkrete Zahl zu nennen. Die Berichte des Trägers des schwedischen Standardproduktes AP7 nennen einen Kreditrahmen von bis zu 210.000.000 schwedischen Kronen und eine Inanspruchnahme in Höhe von knapp 160.000.000 schwedische Kronen,¹⁴⁸ umgerechnet knapp 15 Millionen Euro, der Kredit wurde im Jahre 2014 vollständig zurückgeführt,¹⁴⁹ der Kreditrahmen wurde im Jahre 2017 aus der Bilanz gestrichen.¹⁵⁰

Eine hohe Kreditsumme erscheint aufgrund der internationalen Erfahrungen in Schweden sowie der Planung in Kalifornien entbehrlich, sie würde eine Beaufsichtigung erfordern und könnte eine enge Bindung des Trägers des Standardproduktes an das Ministerium zur Folge haben. Der Verzicht auf einen bedeutenden Kredit erleichtert eine staatsferne Organisation mit vergleichsweise moderater Kontrolle. Der Verzicht auf eine Kreditfinanzierung sichert auch die Unabhängigkeit des Standardproduktes vor Einflüssen des Staates.

¹⁴⁰ AP7 Årsredovisning (Geschäftsbericht) 2018, S. 27: Managementgebühren 446,598 Mio. Kronen, Jahresüberschuss 215,35 Mio. Kronen.

¹⁴¹ Zum ergänzenden state grant oben I.3.2.

¹⁴² NEST Corporation, Annual report and accounts 2018/19, p. 85.

¹⁴³ NEST Corporation, Annual report and accounts 2018/19, p. 36.

¹⁴⁴ Loan Agreement, verlängert im März 2019.

¹⁴⁵ NEST Corporation, Annual report and accounts 2018/19, p. 36.

¹⁴⁶ CalSavers Budget Overview Fiscal Year 2018-19, Stand zum 31. Mai 2019.

¹⁴⁷ Swedish Pension System Annual Report 2001, p. 31, es wird nur auf die Deckelung der Kontoführungsgebühr auf 0,3 Prozent des Vermögens abgestellt. Diese wird für das Jahr 2001 nach dem Orange Report 2007, p. 24 nicht und nur in den beiden folgenden Jahren in voller Höhe berechnet.

¹⁴⁸ AP7 Årsredovisning 2009, 42, AP7 Årsredovisning 2011, 38, Zahlen für 2010.

¹⁴⁹ AP7 Årsredovisning 2014, 25

¹⁵⁰ AP7 Årsredovisning 2017, 24.

2. DIE INTERESSENWAHRUNGSPFLICHT

Besonders ausgeprägt und gesichert ist die Interessenwahrungspflicht des Trägers des staatlich organisierten Standardproduktes im Vereinigten Königreich. Der Pensions Act 2008 und die NEST Order bezeichnen die NEST Corporation als Trustee des Pensionsplans. Die Direktoren der NEST Corporation, die den Board von NEST bilden, werden als Trustee Members des Pension Schemes bezeichnet. Die Direktoren unterliegen so dem Trust-Recht. Sie sind damit den Interessen der Scheme Members, der durch NEST Vorsorgenden, verpflichtet.

Das Trust-Recht ist kennzeichnendes Prinzip der englischen Rechtsordnung mit jahrhundealter Tradition, der Trustee muss das Vermögen im alleinigen Interesse der Begünstigten verwalten. Hierdurch besteht ein hinreichender Schutz vor Eingriffen des Staates. Vergleichbares Rechtsinstitut in Deutschland ist die Treuhand, die allerdings eine weniger zentrale Bedeutung zukommt¹⁵¹ und für die von der Rechtsprechung nicht immer einheitlich verwandte Begriffe und Rechtsprinzipien entwickelt wurden.

Auch nach dem deutschen Recht gilt bei fiduziarischen Rechtsverhältnissen die Interessenwahrungspflicht und damit die Pflicht, die Interessen des Begünstigten zu priorisieren.¹⁵² Abgesichert ist die Interessenwahrungspflicht durch europäische Vorgaben. Bei der Interessenwahrungspflicht und der Pflicht zur Priorisierung der Interessen der Anleger handelt es sich auch um ein allgemeines Prinzip in den zu Investmentprodukten und zu Altersvorsorgeprodukten erlassenen europäischen Rechtsakten. Unterfall der Interessenwahrungspflicht ist etwa die sogenannte Corporate Opportunities-Doktrin.¹⁵³ Allgemein anerkannt ist so, dass sich ein Organmitglied nicht die Geschäftschancen des Unternehmens aneignen kann.

Besondere Bedeutung hat die Priorisierung der Interessen der Anleger, wenn das Standardprodukt neben einer renditeorientierten Anlage weitere Funktionen übernehmen sollte. Im Vereinigten Königreich ist ein solcher Interessenkonflikt vom Standardprodukt selbst im Interesse der Anleger zu entscheiden.¹⁵⁴

3. UNABHÄNGIGKEIT UND CORPORATE GOVERNANCE

3.1 Mediatisierung von Interessenkonflikten durch Corporate Governance

Eingriffsmöglichkeiten und Interessenkonflikte des Staates können über die Geltung allgemeiner Rechtsgrundsätze hinausgehend durch Corporate Governance-Regeln adressiert werden. Zunächst können Weisungsrechte des Staates ausgeschlossen werden, auch gegenüber den Organmitgliedern des Standardproduktes. Weiter kann eine unabhängige Besetzung vorgesehen werden, es ist an die Beschränkung der Besetzung mit nahestehenden Personen, sowie allgemein an Anforderungen für die Unabhängigkeit zu denken. In Betracht kommt schließlich eine Vertretung auch der Interessen der Vorsorgenden in der Organisationsstruktur des Trägers. Die weisungsfreie Tätigkeit des Standardproduktes kann so im Interesse der Vorsorgenden abgesichert werden.

¹⁵¹ Dazu *Markus Roth* Private Altersvorsorge, 2009, S. 62 ff.

¹⁵² *Kumpan* Der Interessenkonflikt im deutschen Privatrecht, 2014, S. 89 ff.

¹⁵³ *Merkt* ZHR 159 (1995) 423.

¹⁵⁴ Framework Document, 2.3.

3.2 Keine Weisung an das Standardprodukt

Das Aktiengesetz kennt einen Ausschluss des Weisungsrechts der Hauptversammlung gegenüber Aufsichtsratsmitgliedern in § 111 Abs. 6 AktG. Der Vorstand wird entsprechend geschützt, indem das Aktiengesetz die eigenverantwortliche Leitung durch den Vorstand vorsieht (§ 76 AktG) und zugleich eine Geschäftsführung durch den Aufsichtsrat generell ausschließt (§ 111 Abs. 4 Satz 1 AktG) sowie eine Geschäftsführung durch die Hauptversammlung außer in den gesetzlich vorgesehenen Fällen nur auf Verlangen des Vorstands zulässt (§ 119 Abs. 2 AktG). Die Freiheit von Weisungen wurde im Aktienrecht traditionell als Unabhängigkeit bezeichnet.¹⁵⁵

3.3 Unabhängigkeit von Organmitgliedern

Der Entwurf für eine Neufassung des Deutschen Corporate Governance Kodex sieht eine überwiegend unabhängige Besetzung des Aufsichtsrats börsennotierter Gesellschaften vor.¹⁵⁶ Bezogen ist die Mehrheit unabhängiger auf die Anteilseignervertreter, Arbeitnehmervertreter sind nach zutreffender Ansicht nicht als unabhängig anzusehen.¹⁵⁷ Dies entspricht den Vorgaben der internationalen Stimmrechtsberater,¹⁵⁸ teilweise werden aber noch weitergehende Anforderungen gestellt. So sieht das US-amerikanische Council of Institutional Investors einen zu zwei Dritteln unabhängig besetzten Verwaltungsrat vor.¹⁵⁹ In den großen US-amerikanischen Gesellschaften sind regelmäßig sogar fast alle Direktoren unabhängig, der Chief Executive Officer ist in den meisten Gesellschaften der einzige nicht unabhängige Direktor.¹⁶⁰

3.4 Kontrolle

Für bedeutendere Verbände sieht das deutsche Recht zwingend ein die Geschäftsführung überwachendes Kontrollorgan vor. Aktiengesellschaften und Genossenschaften verfügen deshalb generell über einen Aufsichtsrat, Sparkassen über einen Verwaltungsrat. Auch größere Gesellschaften mit beschränkter Haftung müssen einen Aufsichtsrat bilden, dies jedenfalls in Abhängigkeit von der Anzahl der Arbeitnehmer. Nach dem Drittelbeteiligungsgesetz muss eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH), die in Deutschland mehr als 500 Arbeitnehmer beschäftigt, einen Aufsichtsrat bilden.¹⁶¹

Bei bedeutenden Interessen erfolgt auch eine Vertretung im Kontrollorgan oder einem speziellen Gremium. Dies gilt zuvörderst für die Interessen der Arbeitnehmer. Im Kontrollorgan selbst sind die Arbeitnehmer bei einer unternehmerischen Mitbestimmung vertreten. Diese knüpft regelmäßig an den Aufsichtsrat an, sofern ausnahmsweise ein Verwaltungsrat vorgesehen ist, an diesen. Teilweise werden dem Kontrollorgan auch für die

¹⁵⁵ Zur Unabhängigkeit des Aufsichtsrats von Weisungen siehe *Hopt/Roth* in *GroßkommAktG*, 5. Auflage 2019, § 111 Rdn. 792.

¹⁵⁶ Deutscher Corporate Governance Kodex, Entwurf 2020, Empfehlung C.6.

¹⁵⁷ *Hopt/Roth* in *Großkommentar zum Aktiengesetz*, 5. Auflage 2019, § 100 Rdn. 147-200.

¹⁵⁸ Zu nennen sind zuvörderst ISS und Glass Lewis.

¹⁵⁹ Council of Institutional Investors, CII, *Corporate Governance Policies*, 2.3.

¹⁶⁰ Spencer Stuart *US Board Index* 2019, p. 8.

¹⁶¹ § 1 Abs. 1 Nr. 3 DrittelbG.

Rechtsform an sich unübliche Kompetenzen zugestanden, so ist etwa ein nach dem MitbestG bei einer GmbH gebildeter Aufsichtsrat auch für die Bestellung der Geschäftsführer zuständig.¹⁶² Die betriebliche Mitbestimmung erfolgt durch ein eigenständiges Organ, den Betriebsrat, in wirtschaftlichen Angelegenheiten auch durch einen Wirtschaftsausschuss, dem nicht nur Arbeitnehmer des Betriebs angehören müssen.

4. WEITERE REGULINGSOPTIONEN

4.1 Transparenz, Offenlegung von Interessenkonflikten

Besondere Bedeutung kommt weiter Offenlegungsvorschriften zu. Dies gilt zunächst ganz allgemein. Angegeben werden sollten vom Standardprodukt zunächst die Anlagen, also auch ob in deutsche Staatsanleihen sowie in Aktien deutscher Unternehmen investiert wird. Offen gelegt werden könnten jedenfalls auch die Regeln für eine Kommunikation zwischen staatlichen Stellen und dem staatlich organisierten Standardprodukt.

Allgemein und nicht nur für den Umgang mit staatlichen Stellen stellt sich die Frage einer Offenlegung von Interessenkonflikten. Eine entsprechende Regelung von Interessenkonflikten findet sich im Deutschen Corporate Governance Kodex. Die Pflicht die Interessenkonflikte im Organ selbst offenzulegen folgt allerdings bereits aus allgemeinen Rechtsgrundsätzen.¹⁶³ Aus dem Deutschen Corporate Governance Kodex folgt weiter die Pflicht zum Bericht auf der Hauptversammlung über das Auftreten und die Behandlung von Interessenkonflikten.

4.2 Beschränkung des Handlungsspielraums

Der Handlungsspielraum des Trägers und seiner Organe kann zunächst und zuvörderst durch gesetzliche Vorgaben oder übergeordnete Rechtsnorm beschränkt werden. Bestimmte Verhaltensweisen können so zwingend ausgeschlossen werden. Beschränkt werden kann der Handlungsspielraum aber auch durch organisatorische Regelungen, insbesondere durch Mitentscheidungs- und Mitberatungsrechte.

Konkret könnte eine Beschränkung durch Anlagegrundsätze erfolgen. Mit Blick auf das Interesse des Staates an einer günstigen Kreditaufnahme könnte ein Verbot der Anlage in Staatsanleihen erwogen werden. Denkbar ist eine Beschränkung der Anlagen auch mit Blick auf ein mögliches Interesse des Staates an einer aktiven Industriepolitik, in Betracht zu ziehen ist ein Verbot der Anlage des verwalteten Vermögens in Aktien inländischer Unternehmen.

Bei einer Beschränkung des Handlungsspielraums durch gesetzliche Regelung ist stets zu beachten, dass eine Änderung ebenfalls nur durch gesetzliche Regelung erfolgen kann. Insbesondere bei Anlagegrundsätzen kann so gegebenenfalls nicht rechtzeitig auf die Änderung wirtschaftlicher Umstände reagiert werden. International werden Anlagegrundsätze stets vom Träger des staatlich organisierten Standardproduktes erarbeitet.¹⁶⁴

¹⁶² § 31 MitbestG.

¹⁶³ Hopt/Roth in Großkommentar zum Aktiengesetz, 5. Auflage 2019, § 100 Rdn. 267-325.

¹⁶⁴ Oben I.8.1 und unten V.1.1.1.

4.3 Wettbewerbsverbote und Verbot der Vertretung widerstreitender Interessen

Für in der Verwaltung tätige Personen bestehen gesetzliche Wettbewerbsverbote. Dies ist bei Unternehmen häufig explizit gesetzlich geregelt, für persönlich haftende Gesellschafter von Personenhandelsgesellschaften in §§ 112, 113 HGB, es gilt für Geschäftsführer und Vorstände von Kapitalgesellschaften¹⁶⁵ sowie für Angestellte in Handelsgesellschaften in § 60 HGB. Entsprechende Wettbewerbsverbote würden auch ohne explizite gesetzliche Regelung auch für Organmitglieder und Angestellte des Trägers des staatlich organisierten Standardproduktes gelten. Explizit vorzusehen ist ein Ausschluss von Wettbewerbern auch im Kontrollorgan, eine entsprechende Vorgabe findet sich für börsennotierte Unternehmen im Deutschen Corporate Governance Kodex.¹⁶⁶

IV. BESCHRÄNKTER EINFLUSS DES STAATES: ORGANISATIONSVERFASSUNG DES TRÄGERS

1. ORGANISATIONSSTRUKTUR DES SCHWEDISCHEN AP7-FONDS

1.1 Verwaltungsrat

Die Organisationsstruktur des Trägers des schwedischen Standardproduktes AP7 ist im AP-Fonds Gesetz geregelt.¹⁶⁷ Danach gelten auch für den Siebten AP-Fonds (AP7) die Regeln des dritten Kapitels für den ersten bis vierten AP-Fonds.¹⁶⁸ Nach dem 3. Kapitel des AP-Fonds Gesetzes verfügen die AP-Fonds über einen Verwaltungsrat. Entsprechend den allgemeinen Bestimmungen für AP-Fonds besteht der Verwaltungsrat von AP7 aus neun Mitgliedern,¹⁶⁹ mit der Besonderheit, dass keine Vertreter der Arbeitnehmer sowie der Arbeitgeber zu bestellen sind.¹⁷⁰ Die Mitglieder des Verwaltungsrats verfügen alle über langjährige Erfahrung in der Finanzindustrie und haben aktuell keine Ämter auf der Ebene der Reichsregierung oder in den Provinzen inne.¹⁷¹ Nach den Richtlinien für die interne Steuerung und Kontrolle bildet der Verwaltungsrat Ausschüsse und Arbeitsgruppen.¹⁷²

Gebildet wurden ein Arbeitsausschuss, ein Vergütungsausschuss, ein Vermögensverwaltungsausschuss und ein Prüfungsausschuss. In den Richtlinien für die interne Steuerung und Kontrolle näher benannt werden nur die Aufgaben des Prüfungsausschusses.

¹⁶⁵ Für Vorstände explizit § 88 AktG, für Geschäftsführer gilt das auch ohne besondere Regelung, *Klöhn* in Bork/Schäfer § 43 Rdn. 47 ff.

¹⁶⁶ Deutscher Corporate Governance Kodex Ziffer 5.4.2.

¹⁶⁷ Lag 2000:192, dort im 5. Kapitel.

¹⁶⁸ § 6, erster Spiegelstrich verweist auf das 3. Kapitel.

¹⁶⁹ Drittes Kapitel § 1, anwendbar durch den Verweis im Fünften Kapitel, § 6.

¹⁷⁰ 5. Kapitel, § 6, keine Anwendung findet die allgemeine Regelung des 3. Kapitels, § 3 Abs. 1.

¹⁷¹ Siehe <https://www.ap7.se/english/about-us/board-of-directors/>.

¹⁷² Riktlinjer för intern styrning och kontroll, 6.1.

Danach befasst sich der Prüfungsausschuss auch mit Compliance-Fragen. Die Aufgaben der Ausschüsse sind in der Geschäftsordnung für den Verwaltungsrat beschrieben, die nicht öffentlich zugänglich ist. Die Vergütung des Verwaltungsrats wird von der Regierung festgesetzt, sie beträgt 100.000 schwedische Kronen, das entspricht etwa 9.250 Euro,¹⁷³ dazu kommen gegebenenfalls Vergütungen für die Tätigkeit in Ausschüssen.

1.2 Geschäftsleitung und Leitungsgruppe

Das schwedische Recht kennt keine zwingende Trennung von Leitung und Kontrolle in Vorstand sowie Aufsichtsrat und auch keine dualistische Struktur mit einem Vorstand und einem Verwaltungsrat. Wie in den meisten Ländern ist die Geschäftsführung nicht als Organ verfasst. Die Leitung der Geschäfte ist nicht einem formellen Organ mit fest zuordenbaren Kompetenzen und Personen übertragen, sondern im Gesamtkontext zu betrachten. Dies gilt auch für den Träger des schwedischen Standardproduktes. Eine zentrale Rolle spielt der Chief Executive Officer (CEO), der bei AP7 sowohl der Geschäftsleitung als auch der Leitungsgruppe vorsteht.

Der Verwaltungsrat von AP7 kann nach dem AP-Fonds Gesetz eine Person mit der Führung der laufenden Geschäfte zu betrauen,¹⁷⁴ diese Person muss nicht dem Verwaltungsrat angehören.¹⁷⁵ Ergänzt werden diese gesetzlichen Regeln durch Richtlinien für interne Steuerung und Kontrolle.¹⁷⁶ Benannt werden weiter Anweisungen an den CEO, die wie die Geschäftsordnung für den Verwaltungsrat allerdings nicht öffentlich zugänglich sind. Allgemein ist nach dem schwedischen Corporate Governance Code die Bestellung des CEO Aufgabe des Board.¹⁷⁷

Nach der englischsprachigen Webseite von AP7 umfasst die Geschäftsleitung (das Management Team) fünf Mitglieder. Dies sind neben dem Chief Executive Officer (CEO) der Executive Vice President und der CIO (Chief Investment Officer), der COO (Chief Operating Officer), der Compliance Officer sowie der Head of Communications and ESG. Nach den Richtlinien für die interne Steuerung und Kontrolle gehören diese Personen auch der von der Geschäftsleitung zu unterscheidenden Leitungsgruppe an, in dieser wird vor dem Regulierungsbeauftragten auch der Personalleiter sowie der Risikomanager genannt.¹⁷⁸

Die Leitungsgruppe hat einen Verwaltungsausschuss gebildet, dies unter Leitung des Chief Operating Officers. Weiter wurde unter Leitung des Leiters der Vermögensverwaltung ein Anlageausschuss zur Vorbereitung von Anlagefragen in der Vermögensverwaltung gebildet, unter Leitung des Risk Managers ein Risk Management Committee zur Vorbereitung von risikobezogenen Themen im Asset-Management-Geschäft, ein ESG-Ausschuss zur Vorbereitung von Fragen im Zusammenhang mit der Arbeit von AP7 zu Corporate Governance-Themen unter Leitung des Leiters Kommunikation sowie ein Personalausschuss zur Vorbereitung von Personalangelegenheiten unter Leitung des Personalleiters.

¹⁷³ AP7 Årsredovisning (Geschäftsbericht) 2018, S. 29.

¹⁷⁴ § 9.

¹⁷⁵ § 10.

¹⁷⁶ Riktlinjer för intern styrning och kontroll.

¹⁷⁷ Swedish Corporate Governance Code, 3.1.

¹⁷⁸ Riktlinjer för intern styrning och kontroll, 6.2.

Der CEO kann bestimmte Entscheidungsbefugnisse in Bezug auf betriebliche Fragen an die Vorbereitungsausschüsse delegieren. Nach den Richtlinien für die interne Steuerung und Kontrolle muss eine solche Übertragung eindeutig dokumentiert werden. Jeder verantwortliche Manager ist für den von ihm geleiteten Ausschuss verantwortlich und entscheidet über die Häufigkeit der Sitzungen, die Teilnehmer und andere Fragen. Angelegenheiten, die in einem oder mehreren Ausschüssen behandelt werden und die vom CEO in der Leitungsgruppe zur Entscheidung aufgegriffen werden sollen, müssen von einer schriftlichen Entscheidungsdokumentation gemäß den vom CEO festgelegten Formularen begleitet werden.

Nach dem Geschäftsbericht 2018 ist das Lohnniveau moderat, regelmäßig unter dem Branchendurchschnitt und in keinem Bereich lohnführend.¹⁷⁹ Der CEO verdiente im Jahr 2018 3.852.000 schwedische Kronen, etwa 350.000 Euro. Die restlichen Mitglieder der Managementgruppe verdienten 9.156.000 schwedische Kronen, umgerechnet etwa 850.000 Euro. Davon entfielen auf den stellvertretenden Vorsitzenden und Verwaltungsleiter sowie Chief Investment Officer 2.458.000 schwedische Kronen, etwa 225.000 Euro, den Verwaltungsmanager/Chief Operating Officer 1.650.000 schwedische Kronen, umgerechnet etwa 150.000 Euro, Head of Communication and ESG 1.597.000 schwedische Kronen, umgerechnet knapp 150.000 Euro, den Compliance Officer 1.435.000 schwedische Kronen, umgerechnet etwa 130.000 Euro.¹⁸⁰

Neben der Zusammensetzung der Geschäftsleitung lässt sich dem Geschäftsbericht 2018 folgende Arbeitsorganisation entnehmen:¹⁸¹ In der Vermögensverwaltung waren neun festangestellte Mitarbeiter beschäftigt, in der allgemeinen Verwaltung mit dem Fondsmanagement, Finanzen, der Geschäftsentwicklung, Recht, Registratur und IT waren 17 festangestellte Mitarbeiter beschäftigt, in der Internen Revision zwei Mitarbeiter, in der Abteilung Human Resources ein Mitarbeiter, mit Kommunikation und Corporate Governance waren vier Personen beschäftigt.

2. ORGANISATIONSSTRUKTUR VON CALSAVERS

2.1 Board

Dem Board von CalSavers gehören neun Mitglieder an, darunter der Treasurer (Schatzmeister) von Kalifornien, der dem Board vorsitzt.¹⁸² Die Regelung der Zusammensetzung ergibt sich direkt aus dem Gesetz, nach dem California Government Code erfolgt die Berufung der Board-Mitglieder durch verschiedene staatliche Institutionen. Grundsätzlich gesichert werden soll auch die Interessenvertretung im Board. Durch besondere Vertreter soll eine Vertretung der Interessen der Arbeitnehmer sowie eine Vertretung der Interessen der kleinen Unternehmer sichergestellt werden.¹⁸³

¹⁷⁹ AP7 Årsredovisning (Geschäftsbericht) 2018, S. 29.

¹⁸⁰ AP7 Årsredovisning (Geschäftsbericht) 2018, S. 28.

¹⁸¹ AP7 Årsredovisning (Geschäftsbericht) 2018, p. 25

¹⁸² California Government Code Section 10002 (a) (1), A.

¹⁸³ Der Sitz der kleinen Unternehmen ist derzeit (Februar 2020) nicht besetzt.

Neben dem Treasurer gehört dem Board der Director of Finance oder ein von ihm bestimmter Vertreter an,¹⁸⁴ der Controller,¹⁸⁵ eine vom Senate Committee of Rules ernannte natürliche Person mit Pensions- und Investment-Erfahrungen,¹⁸⁶ ein vom Speaker der Assembly ernannter Vertreter der Arbeitnehmer¹⁸⁷ sowie ein vom Gouverneur ernannter Vertreter der kleinen Unternehmen.¹⁸⁸ Der Gouverneur ernennt zudem ein Public Member sowie zwei weitere Mitglieder des Board.¹⁸⁹ Vom Gouverneur, vom Speaker der Assembly sowie vom Senate Committee of Rules ernannte Mitglieder sollen ihr Amt nicht nach eigenem Gutdünken, sondern im Interesse der ernennenden Institution ausüben.¹⁹⁰

2.2 Executive officer

Nach dem California Government Code ist ein Executive Officer zu benennen, der nicht zugleich Mitglied des Board ist.¹⁹¹ Dies soll für den Board durch den Treasurer erfolgen, der auch die Kompetenzen des Executive Director sowie, soweit angemessen, auch anderer Angestellter, sowie die Vergütung des Executive Director festlegen soll.¹⁹² Der Board kann weitere Angestellte anstellen und dem Executive Director die Befugnis übertragen, für den Board zu handeln.

Allgemein wird der CEO in den USA nicht als Organ geregelt, Organstellung kommt nur dem Board (Verwaltungsrat) zu.¹⁹³ Im Geschäftsbericht von CalSavers finden sich keine näheren Informationen zur Anzahl der Officers, als Kontakt angegeben wird nur der Executive Officer. Insgesamt handelt es sich bei CalSavers um eine sehr kleine Organisation mit jedenfalls lange weniger als zehn Mitarbeitern, hier wäre ein CEO wohl unangemessen.

3. ORGANISATIONSSTRUKTUR DER NEST CORPORATION

3.1 Trustee Members (Board)

Im Vereinigten Königreich werden die Mitglieder des Leitungsorgans der NEST Corporation vom Gesetz als Trustee Members bezeichnet, Section 1 der Schedule 1 des Pension Act 2008. Danach werden neun bis fünfzehn Members ernannt.¹⁹⁴ In der Tailored Review 2018 wird von einem Board gesprochen und gefordert, bei NEST einen Unitary Board einzuführen, also auch Executive Directors in den Board zu berufen.¹⁹⁵ Das Framework Agreement zwischen dem Department of Work and Pensions spricht unter

¹⁸⁴ California Government Code Section 10002 (a) (1), B.

¹⁸⁵ California Government Code Section 10002 (a) (1), C.

¹⁸⁶ California Government Code Section 10002 (a) (1), D.

¹⁸⁷ California Government Code Section 10002 (a) (1), E.

¹⁸⁸ California Government Code Section 10002 (a) (1), F.

¹⁸⁹ California Government Code Section 10002 (a) (1), G, H.

¹⁹⁰ California Government Code Section 10002 (a) (2): serve at the pleasure of the appointing authority.

¹⁹¹ California Government Code Section 10010 (a) (1) Satz 2.

¹⁹² California Government Code Section 10010 (a) (5) Satz 2, 3.

¹⁹³ *Hopt ZGR* 2019, 507, 517.

¹⁹⁴ Pensions Act 2008, Schedule 1, para 1 (4).

¹⁹⁵ Tailored Review of NEST Corporation, p. 20.

der Überschrift „Corporate Governance“ ebenfalls von einem Board, konkret von einem Trustee Board.¹⁹⁶

Nach dem Framework Document hat der Board die strategische Ausrichtung von NEST festzulegen und fortzuentwickeln, dies unter Beachtung der Pflichten als Trustee sowie der Public Service Obligation und in dem vom Secretary of State vorgegebenen Rahmen.¹⁹⁷ Zunächst wird bei der Beschreibung der Pflichten des Board darauf hingewiesen, dass die NEST Corporation den Anforderungen an eine public corporation genügen muss, sodann werden die Verpflichtungen bei der Verwendung öffentlicher Gelder hingewiesen und Wichtigkeit der Standards guter Corporate Governance, eines audit und risk committee sowie interner Kontrollen hervorgehoben. Der board hat mehrere Ausschüsse gebildet, ein audit Committee, ein Risk Committee, ein Investment Committee, ein Nominations and Remuneration Committee sowie zumindest vormals ein Determinations Committee.¹⁹⁸

Dem Board gehören neben dem Chair (Vorsitzenden) vierzehn weitere Trustee Members an, so dass der rechtliche Rahmen von bis zu fünfzehn Trustee Members derzeit voll ausgeschöpft wird. Der Chief Executive Officer (CEO) gehört dem Board seit Juni 2018 an,¹⁹⁹ der Chief Financial Officer seit September 2018.²⁰⁰ Die Vergütung der einfachen Board Member beträgt 15.000-20.000 Pfund, die Vergütung des Vorsitzenden (Chair) 90.000 bis 95.000 Pfund.²⁰¹

3.2 Executive Team

Das britische Recht kennt kein vom Board (Verwaltungsrat) getrenntes Organ einer Gesellschaft oder sonstigen Verbandes wie den deutschen Vorstand. Die Rechtslage entspricht so derjenigen Schwedens, anders als in Deutschland ist die Unternehmensverfassung nicht dualistisch, sondern monistisch organisiert.²⁰² Die Webseite von NEST spricht von einem Executive Team und nennt hierfür den Chief Executive Officer (CEO), den Chief Risk Officer, den Chief Customer Officer, den Chief Investment Officer, den Chief Financial Officer, den Chief Operating Officer, den Nest Insight Director, den General Counsel and Corporate Secretary sowie den Director of Customer Engagement.

Das Framework Document behandelt als einzigen Officer und einziges Mitglied des Executive Teams den Chief Executive Officer.²⁰³ Der CEO ist persönlich verantwortlich für die öffentlichen Gelder in ihrer Zuständigkeit sowie für Anstand, Ordnung und Werthaltigkeit beim Umgang mit öffentlichen Geldern sowie für das Tagesgeschäft von NEST. Weiter ist der CEO für die Rechnungslegung verantwortlich, die Vorbereitung und Unterzeichnung des Corporate Governance Statements, angemessene Strukturen für die Behandlung von Beschwerden über NEST sowie dafür, die Regeln für NEST und das

¹⁹⁶ Framework Agreement, 17.

¹⁹⁷ Policy and resources framework determined by the Secretary of State.

¹⁹⁸ Das Determinations committee wird in der Geschäftsordnung von 2017 erwähnt, seit 2019 aber Beantwortung von Fragen durch ein Mitglied des Executive Team als Stage 2 einer Beschwerde über die NEST Corporation, Nest Corporation Formal Complaints Procedure, die Antwort wird vom CEO geprüft und bestätigt.

¹⁹⁹ NEST Corporation, Annual report and accounts 2018/19, p. 49.

²⁰⁰ NEST Corporation, Annual report and accounts 2018/19, p. 51.

²⁰¹ NEST Corporation, Annual report and accounts 2018/19, p. 72.

²⁰² OECD Corporate Governance Factbook 2019, p. 115, 135.

²⁰³ Framework Document, insbesondere Punkt 7.

Framework Document zu befolgen sowie über den Umgang mit öffentlichen Geldern zu berichten. Festgelegt werden weitere Verantwortlichkeiten gegenüber dem Department for Work and Pensions sowie gegenüber dem Board. Der CEO benachrichtigt und berät den Board zu den Verpflichtungen aus dem Loan Agreement und einschlägiger rechtlicher Vorgaben sowie zur Performance der NEST Corporation und dem Pensionsplan auch in Bezug auf die Ziele und Vorgaben. Der CEO hat sicherzustellen, dass der Board bei allen Entscheidungen hinreichende finanzielle Erwägungen anstellt und die finanziellen Folgen seiner Entscheidungen beurteilt. Der CEO muss entsprechend den Vorgaben in Managing Public Money tätig werden, wenn er Verstöße gegen die Grundsätze vorsichtiger, angemessener und ethischer Verwaltung annimmt. Der CEO muss Trustees informieren und beraten, wenn diese besorgt sind, durch diskutierte Maßnahmen gegen ihre Treuepflichten zu verstoßen.

Bei NEST beträgt die Grundvergütung des Chief Executive Officer zwischen 235.000 und 240.000 Pfund, hinzu kommen eine erfolgsorientierte Vergütung von 15.000 bis 20.000 Pfund und Pensionsleistungen von 6.500 Pfund.²⁰⁴ Die Grundvergütung des Chief Financial Officer beträgt zwischen 225.000 und 230.000 Pfund, hinzu kommt eine erfolgsorientierte Vergütung 5.000 bis 10.000 Pfund, weiter Pensionsleistungen von 6.200 Pfund.²⁰⁵

3.3 Members Penal und Employers Penal

Die Einrichtung eines Members Panel wird von der National Employment Saving Trust Order vorgesehen. Nach der National Employment Saving Trust Order muss der Trustee, die NEST Corporation, einen Mechanismus zur Konsultation von Mitgliedern und teilnehmenden Arbeitgebern etablieren und hierzu jedenfalls ein Members Penal sowie in Employers Penal einrichten.²⁰⁶ Die Mitglieder des Members Penal werden vom Trustee bestellt, also vom Board der NEST Corporation.²⁰⁷ Bestellt werden sollen Mitglieder des Pension Scheme oder andere Personen, die die Interessen der Mitglieder repräsentieren, dies mit Blick auch auf die Mitgliederstruktur.

Das Members Panel hat jährlich einen Bericht darüber zu veröffentlichen, inwieweit der Trustee die Vorstellungen des Members Penal berücksichtigt hat. Das Member Penal wird bei der Bestellung von Trustees beteiligt, kann Anmerkungen zum Erlass sowie der Änderung von Anlagegrundsätzen machen sowie Hilfe und Beratung leisten, wenn der Trustee dies wünscht oder das Penal dies für zweckdienlich hält in Bezug auf die Verwaltung, Weiterentwicklung und Ergänzung des Schemes.²⁰⁸ Jedenfalls einzelne Mitglieder des Members Penal müssen zugleich Mitglieder von NEST sein, nicht alle.

²⁰⁴ NEST Corporation, Annual report and accounts 2018/19, p. 72.

²⁰⁵ NEST Corporation, Annual report and accounts 2018/19, p. 72.

²⁰⁶ Section 6.

²⁰⁷ NEST Rules 5.1.1.

²⁰⁸ Section 8.

4. ORGANISATIONSSTRUKTUR DES TRÄGERS EINES DEUTSCHEN STANDARD-PRODUKTES

4.1 Verwaltungsratsmodell zur Vorgabe von Leitlinien

Nicht alle deutschen Gesellschaften und öffentlich-rechtlich organisierte Organisationen verfügen über ein Kontrollorgan. So ist bei einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) grundsätzlich nur ein Geschäftsführer notwendig. Nicht durch einen Aufsichtsrat, Beirat oder Verwaltungsrat kontrolliert wird weiter der Vorstand der Deutschen Bundesbank. Grundsätzlich und insbesondere für den Träger eines staatlich organisierten Standardproduktes erscheint ein unternehmensinternes Organ aber notwendig, das die Tätigkeit der Geschäftsführung kontrolliert und als Aufsichtsratsrat oder als Verwaltungsrat organisiert sein kann.

Durch eine zweistufige Organisationsverfassung kann die Unabhängigkeit vom Staat als Initiator des Standardproduktes gewährleistet werden. Es besteht so die glaubwürdige Möglichkeit, Interessenkonflikte zwischen der Öffentlichen Hand und den Anlegern durch den Träger des staatlich organisierten Standardproduktes zu entscheiden. Im Vereinigten Königreich entscheidet NEST bei einem Konflikt zwischen Verpflichtungen als staatliches NDPB und den Interessen der Mitglieder im Interesse der Mitglieder und teilt diese Entscheidung dem Department of Work and Pensions mit.²⁰⁹

Allen dargestellten staatlich organisierten Vorsorgeprodukten gemeinsam ist, dass der Träger über einen Verwaltungsrat verfügt. Weiter verfügen alle Träger über einen Chief Executive Officer (CEO). Ein Verwaltungsrat ist nicht nur für die Kontrolle verantwortlich, entsprechend einem Aufsichtsrat nach dem Aktiengesetz, möglich ist auch die Übernahme der Oberleitung der Gesellschaft, wie dies vormals auch in deutschen Aktiengesellschaften vorgesehen werden konnte. Es kann so dem Kontrollorgan zugleich eine Kompetenz zur Entwicklung von Leitlinien verliehen werden.

Bei einer Befugnis des Kontrollorgans auch zur Entwicklung von Leitlinien könnte einer Konsultation von Vertretern der Anleger durch die Möglichkeit des Einwirkens auch auf Entscheidungen eine größere Einflussnahme zugebilligt werden. Leitlinien könnten dann unter Mitwirkung von Vertretern der Anleger erarbeitet werden.

In Deutschland ist ein Verwaltungsrat in einer Europäischen Aktiengesellschaft (Societas Europaea, SE) möglich und im öffentlichen Bereich insbesondere bei Sparkassen und Landesbanken verbreitet. Nach dem KfW-Gesetz kann der Verwaltungsrat dem Vorstand allgemeine Weisungen erteilen.²¹⁰ Im Sinne einer hier vorgeschlagenen Kompetenz zum Erlass von Richtlinien sieht etwa das hessische Sparkassengesetz vor, dass der Verwaltungsrat die Richtlinien der Geschäftspolitik formuliert.²¹¹ Viele Gemeindeordnungen sehen vor, dass ein öffentlicher Träger auf die Entscheidungen eines öffentlichen Unternehmens Einfluss nehmen können muss und schließen deshalb die Rechtsform der Aktiengesellschaft aus.

In die Kompetenz des Verwaltungsrats fällt der Erlass von Leitlinien und insbesondere die Kontrolle, ggf. im Einzelfall auch einzelne Entscheidung, wenn dies tunlich erscheint.

²⁰⁹ Framework Document, 2.3.

²¹⁰ § 7 Abs. 4 Nr. 2 KfW-Gesetz.

²¹¹ § 5 Satz 2 Hess. Sparkassengesetz.

Die Richtlinienkompetenz ist beim Verwaltungsrat nicht davon abhängig, dass die Geschäftsleitung zuvor Vorschläge unterbreitet, die sodann gebilligt werden. Die Erarbeitung von Richtlinien durch die Geschäftsführung schließt das nicht aus.

Eine Ausgestaltung des Kontrollorgans als Verwaltungsrat entspricht der traditionellen Praxis deutscher Aktiengesellschaften. Bis zum zwingenden Ausschluss des Aufsichtsrats von der Geschäftsführung im Aktiengesetz 1937 wurden dem Kontrollorgan regelmäßig zusätzliche Aufgaben übertragen, der Aufsichtsrat war deshalb praktisch meist als Verwaltungsrat ausgestaltet.²¹² Die Begründung zum Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuch von 1884 hatte das explizit zugelassen.²¹³

Gebildet werden sollten auch Ausschüsse des Verwaltungsrats. Hilfreich wären ein Prüfungsausschuss sowie ein gegebenenfalls getrennter Risikoausschuss, der auch für Compliance zuständig ist. Ergänzend kann an einen Vergütungsausschuss und gegebenenfalls auch an einen Ausschuss für Kommunikation und Behandlung von Beschwerden gedacht werden.

4.2 Geschäftsführung durch einen Vorstand

Bei den Trägern staatlich organisierter Standardprodukte in Schweden, dem Vereinigten Königreich und in Kalifornien erfolgt jeweils eine Trennung von Überwachung und dem Erlass von Leitlinien sowie dem Tagesgeschäft. Das Tagesgeschäft obliegt jeweils Executives, die allerdings dort nach der international überwiegenden Rechtstradition nicht organschaftlich verfasst sind. Hierin liegt ein eher rechtstechnischer Unterschied, insbesondere in der Abgrenzung von Officers zu anderen Mitarbeitern und Hierarchieebenen.

Aufgrund der deutschen Rechtstradition und Corporate Governance erscheint es angemessen, die Geschäftsführung einem separaten Organ zu übertragen.²¹⁴ In Deutschland wird das Geschäftsführungsorgan regelmäßig organschaftlich verfasst, dies als Vorstand, so in der Aktiengesellschaft, der Genossenschaft, einer Stiftung, dem Verein, aber auch bei öffentlich-rechtlichen Rechtsformen wie Sparkassen und Landesbanken sowie der Kreditanstalt für Wiederaufbau. Die öffentlich-rechtlichen Rechtsformen zeigen, dass ein Verwaltungsrat mit einem Vorstand kombinierbar ist. International findet sich eine solche Corporate Governance-Struktur etwa in Dänemark.

Gefördert wird die Unabhängigkeit vom Staat durch Besetzung des Vorstands nicht direkt durch das Ministerium, das für den Träger des Standardproduktes verantwortlich zeichnet.²¹⁵ Die Geschäftsführung durch den Vorstand selbst erfolgt allerdings nicht unabhängig vom Kontrollorgan, anders als nach deutschem Aktienrecht kann der Verwaltungsrat verbindliche Leitlinien vorsehen.

²¹² Staub/*Pinner* 14. Auflage 1933, § 246 HGB Anm. 10.

²¹³ Allgemeine Begründung zum Entwurf eines Gesetzes betreffend die Kommanditgesellschaft auf Aktien und die Aktiengesellschaft, abgedruckt bei Schubert/Hommelhoff Hundert Jahre modernes Aktienrecht, S. 460: Aufsichtsrat als Kontrollorgan mit Zulassung der Funktion eines Verwaltungsrats.

²¹⁴ Nur Vorstand bei der Bundesbank. Dort historisch gewachsene Unabhängigkeit trotz direkter Bestellung durch die Bundesregierung, kein Kontrollorgan (Aufsichts- oder Verwaltungsrat).

²¹⁵ Empfehlung auch der OECD jedenfalls in working paper, *Severinson/Stewart Review of the Swedish National Pension Funds*, 2012, p. 26.

4.3 Beirat zur Vertretung von Mitgliederinteressen

Eine Vertretung von Mitgliederinteresse entspricht der deutschen Tradition in der Sozialversicherung. In der Sozialversicherung wählen die Versicherten in sogenannten Sozialwahlen oder auch Sozialversicherungswahlen, §§ 43 ff. SGB IV die Organe der Selbstverwaltung nach § 29 SGB IV. Nach § 31 Abs. 1 SGB IV werden bei jedem Träger als Selbstverwaltungsorgane eine Vertreterversammlung und ein Vorstand gebildet, bei Krankenkassen kann nach § 31 Abs. 3a SGB IV auch ein Verwaltungsrat und ein Vorstand als Selbstverwaltungsorgan gebildet werden. Ein Beirat würde hinter diesem Standard zurückbleiben, sofern ihm nicht die Bestellung des Verwaltungsrats sowie des Vorstands übertragen wird.

Ein Beirat kann als Vertreter von Mitgliederinteressen dabei helfen, eine möglichst breite öffentliche Akzeptanz herzustellen. Aufgrund der für die Akzeptanz des Standardproduktes notwendigen Änderung der Anlagegewohnheiten ist dies geboten. Anzustreben ist eine Vertretung der Zielgruppe im Beirat. Als Kompetenz des Beirats kommt eine Beteiligung an der Besetzung des Verwaltungsrats in Betracht, dies jedenfalls wie im Vereinigten Königreich nach der Implementierungsphase. Beteiligt werden sollte der Beirat auch an den Anlagerichtlinien, die durch den Verwaltungsrat erlassen werden und bei einer Fortentwicklung des Systems. Eventuell könnte dem Beirat ein Letztentscheidungsrecht über Fragen der Corporate Governance, Stimmrechtsausübung, Stewardship und ESG zugebilligt werden.

Gebildet wird ein Beirat auch bei der Bundesbank, dies allerdings nach § 9 Bundesbankgesetz auf Landesebene, dort sind auch Vertreter der interessierten Öffentlichkeit und des Geschäftslebens vorgesehen. Ansonsten finden sich auf Bundesebene viele Beiräte, in praktisch allen Ministerien als wissenschaftliche Beiräte, weiter etwa auch der Beirat des Stabilitätsrats.²¹⁶

4.4 Rechtsform eines deutschen Trägers

Grundsätzlich kommen sowohl private als auch öffentlich-rechtliche Rechtsformen für den Träger eines deutschen Standardproduktes in Betracht. Als privatrechtliche Rechtsform könnte eine Aktiengesellschaft in Betracht gezogen werden. Allerdings steht das deutsche Aktienrecht der oben vorgeschlagenen Kompetenzverteilung zwischen den Organen entgegen. Das Kontrollorgan ist zwingend als Aufsichtsrat auszugestalten und kann keine Leitlinien für die Vermögensanlage verabschieden. Möglich wäre es lediglich, einer vom Vorstand erarbeiteten Richtlinie zuzustimmen. Das Vertrauen in ein staatlich organisiertes Standardprodukt erfordert nach hier vertretener Ansicht, dass vom zuständigen Ministerium bestellte Organe auch die Leitlinien der Vermögensanlage bestimmen können.

Sofern eine privatrechtliche Ausgestaltung des Trägers politisch gewünscht wird, ist aufgrund der Beschränkungen einer aktienrechtlichen Organisationsverfassung eine Ausgestaltung als Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) vorzuziehen. Eine GmbH kann flexibel organisiert werden, die aktienrechtliche Satzungsstrenge findet auf GmbH gerade keine Anwendung, es kann aber ein Kontrollorgan vorgesehen werden, neben einem Aufsichtsrat auch ein Beirat oder ein Verwaltungsrat. Im Landesrecht empfehlen

²¹⁶ § 7 Stabilitätsratsgesetz: Sachverständige.

deshalb verschiedene Gemeindeordnungen die Ausgestaltung städtischer Gesellschaften als GmbH.

Eine zweistufige Organverfassung mit Verwaltungsrat und Vorstand kennt das deutsche Recht bei juristischen Personen des öffentlichen Rechts. Im Finanzsektor sind Sparkassen, aber auch Landesbanken und die Kreditanstalt für Wiederaufbau entsprechend verfasst. Hieran kann und sollte angeknüpft werden, die Ausgestaltung sollte allerdings die spezifischen Anforderungen an den Träger eines staatlich organisierten Standardproduktes berücksichtigen.

5. DER VERWALTUNGSRAT EINES DEUTSCHEN TRÄGERS

5.1 Anforderungsprofil an seine Mitglieder

Es empfiehlt sich eine explizite Regelung zum Anforderungsprofil des Verwaltungsrats. In Schweden müssen alle Verwaltungsratsmitglieder zum Management beitragen können. Aus den Angaben zu den Verwaltungsräten in Schweden sowie im Vereinigten Königreich kann zudem jeweils auf ein Anforderungsprofil geschlossen werden. Notwendig ist wegen der zumindest impliziten Anforderung an das Standardprodukt, eine gegenüber der gesetzlichen Rente höhere Rendite zu erzielen, eine hohe Sachkunde. Die Mitglieder des Verwaltungsrats des schwedischen Fonds AP7 verfügen stets über langjährige Erfahrung in der Finanzbranche,²¹⁷ allerdings mit diversen Hintergründen. Nach dem Vorbild von NEST kann ergänzend an Kompetenzen für Digitales, Human Resources und Kommunikation gedacht werden,²¹⁸ auch an Erfahrung in Verhaltensökonomie, in UK ist der nun auch dem Board von NEST angehörende CEO verhaltensökonomisch ausgewiesen. Nach dem Deutschen Corporate Governance Kodex soll das Kontrollorgan der Aktiengesellschaft insgesamt die Fähigkeiten haben, derer es bedarf. Einer über Erfahrungen in der Finanzindustrie und mit Altersvorsorgeeinrichtungen hinausgehenden Expertise bedarf es insbesondere, wenn der Träger des staatlich organisierten Standardproduktes neben einer hohen Rendite auch sozialpolitische Aufgaben übernehmen soll.²¹⁹

Dem Board von CalSavers gehören geborene Mitglieder an, Vorsitzender des board ist der Treasurer. Treasurer wird im staatlichen Kontext mit Schatzamt übersetzt, hier fehlt in Deutschland eine direkte Entsprechung, verwiesen wird auf die Schuldenverwaltung durch die Finanzagentur. Das Knüpfen der Verwaltungsratsmitgliedschaft an öffentliche Ämter findet sich auch in Deutschland. Bei der Kreditanstalt für Wiederaufbau wechselt der Vorsitz im Verwaltungsrat jährlich zwischen dem Finanzminister und dem Wirtschaftsminister.²²⁰ Auch sehen Sparkassengesetze der Länder vor, dass der Vorsitz im Verwaltungsrat des Finanzinstituts, hier der Sparkasse, vom Vorsitzenden der Verwaltung des Trägers geführt wird.²²¹

²¹⁷ Dazu oben IV.1.1.

²¹⁸ Dazu sogleich IV.5.2.

²¹⁹ Zu rentenpolitischen Zwecken des Trägers oben I.4.2.

²²⁰ § 7 Abs. 1 KfW Gesetz.

²²¹ § 5d Hess. Sparkassengesetz.

Mit der hier empfohlenen staatsfernen Ausgestaltung des Trägers des staatlich organisierten Standardproduktes erscheint eine Besetzung mit Trägern öffentlicher Ämter allerdings unvereinbar.²²² Eine flexiblere Gestaltung würde es auch ermöglichen, dass sachkundige und erfahrene Mitglieder gewonnen werden können.

5.2 Sachkunde

In Schweden ist Kriterium für die Bestellung zum Mitglied des Verwaltungsrats die Fähigkeit, zum Management des Fonds beizutragen.²²³ Praktisch haben bei AP7 die Vorsitzende und alle anderen Mitglieder eine langjährige Erfahrung in der Finanzindustrie bzw. deren Regulierung, jeweils in leitender Position. Die Verwaltungsratsmitglieder haben häufig einen ökonomischen Hintergrund, nur eine Minderheit, ein Drittel, hatte nach den veröffentlichten Lebensläufen in englischer Sprache Bezug zur Politik bzw. zur öffentlichen Verwaltung, kein Mitglied weist danach einen aktuellen Bezug zur Politik oder öffentlichen Verwaltung auf Landesebene oder in den Provinzen auf.²²⁴ Anders als in den anderen AP-Fonds werden nicht je zwei Mitglieder auf Vorschlag der Gewerkschaften oder Arbeitgebervertreter benannt.

Im Vereinigten Königreich gilt der Governance Code on Public Appointments, wonach eine Bestellung in einem offenen und transparenten Verfahren insbesondere auf Grundlage der Qualifikation der Kandidaten erfolgen soll.²²⁵ Es soll eine Auswahl zwischen hochqualifizierten Kandidaten möglich sein, deren Fähigkeiten, Erfahrungen und Qualitäten den Anforderungen der Position genügen. Die meisten Board-Mitglieder verfügen über langjährige Erfahrungen in der Finanzindustrie bzw. haben Führungserfahrung. Einige waren für staatliche Institutionen tätig, es gehört dem Board auch eine Digitalexpertin an sowie eine Person mit Fokus auf Kommunikation.

Auch für Deutschland empfiehlt sich eine langjährige Erfahrung in der Finanzindustrie, gegebenenfalls wären ein oder zwei Mitglieder auszunehmen, etwa um Digitalkompetenz oder Kenntnisse in der Kommunikation einzubringen. Mit Blick auf die anders als in Schweden und im Vereinigten Königreich wenig ausgeprägte Aktienkultur ist eine auch internationale Besetzung in Betracht zu ziehen. Aus der deutschen Diskussion zum Aufsichtsrat sowie zum Corporate Governance Kodex ist festzuhalten, dass Sachkunde wichtiger ist als etwa Unabhängigkeit.²²⁶

5.3 Unabhängigkeit

Die vorgeschlagene Weisungsfreiheit des Trägers sollte durch Besetzungsregeln abgesichert werden. Hierfür bieten sich Unabhängigkeitsanforderungen an.²²⁷ Die inzwischen allgemein geltenden Unabhängigkeitserfordernisse für Direktoren wurde in den USA bei Investmentfonds entwickelt. Nach dem Investment Companies Act 1940 mussten und

²²² Dazu schon oben III.3.1 und III.4.3.

²²³ 3. Kapitel § 2 Abs. 2.

²²⁴ <https://www.ap7.se/english/about-us/board-of-directors/>.

²²⁵ Cabinet Office, Governance Code on Public Appointments, 2: Merit.

²²⁶ Hopt/Roth in Großkommentar zum Aktiengesetz, 5. Auflage 2019, § 100 Rdn. 40.

²²⁷ Severinson/Stewart Review of the Swedish National Pension Funds, 2012, p. 27: Unabhängigkeit noch wichtiger als bei privaten Fonds.

müssen mindestens 40 Prozent der Direktoren unabhängig sein. Für Schweden wird die Unabhängigkeit als wichtigstes Merkmal des schwedischen AP7 Fonds bezeichnet.²²⁸ Formelle Regeln zur Unabhängigkeit finden sich allerdings international weder für den Träger des schwedischen staatlich organisierten Standardproduktes, noch für das britische oder kalifornische Standardprodukt.

Größere Unabhängigkeit vom Staat erlangt ein Träger staatlich organisierter Produkte, wenn der Board nicht mit Staatsbediensteten besetzt wird.²²⁹ Fingerzeige für die Bestimmung des angemessenen Anteils unabhängiger Verwaltungsratsmitglieder können die internationale Corporate Governance-Debatte und die Praxis internationaler Unternehmen geben. In den USA sind die Verwaltungsräte zu nunmehr über 80 Prozent unabhängig, in den meisten großen Gesellschaften ist der CEO das einzige nicht unabhängige Verwaltungsratsmitglied.²³⁰ Große US-amerikanische Investoren fordern einen Anteil von zwei Dritteln unabhängiger Direktoren.²³¹ Für die Aufsichtsratsmitglieder deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften sieht der Kodex-Entwurf 2020 vor, dass die Hälfte der Anteilseignervertreter unabhängig sein soll.²³²

Neben allgemeinen Quoren für die Unabhängigkeit existieren für besondere Interessenkonflikte und persönliche Verhältnisse strikte Regeln für die Unvereinbarkeit, dies zwingend im Aktiengesetz sowie in Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex. Das Aktiengesetz sieht für alle Aktiengesellschaften vor, dass eine Person nicht gleichzeitig dem Vorstand und dem Aufsichtsrat angehören kann.²³³ Ergänzt wird diese Inkompatibilität durch Regeln im Deutschen Corporate Governance Kodex. Bei börsennotierten Gesellschaften sollen dem Aufsichtsrat nicht mehr als zwei ehemalige Vorstandsmitglieder derselben Gesellschaft angehören.

In Anlehnung an die Praxis in Schweden und im Vereinigten Königreich sowie gesetzliche Regelungen im Aktiengesetz und im Deutschen Corporate Governance Kodex sollten Anforderungen an die Unabhängigkeit der Verwaltungsratsmitglieder gesetzlich vorgesehen werden. So sollte die Mitgliedschaft aktiver Politiker sowie von Ministerialbeamten im Verwaltungsrat des Trägers eines deutschen Standardproduktes ausgeschlossen werden. Bei der Deutschen Bundesbank ist die Vorstandstätigkeit in Vollzeit auszuüben, so dass für eine entsprechende Regelung kein Bedürfnis besteht. Strikter auszugestaltet sind auch die Regeln für ehemalige Politiker, Ministerialbeamte sowie sonstige Angestellte des öffentlichen Dienstes im Verwaltungsrat des Trägers, dieser Personenkreis sollte höchstens ein Drittel der Verwaltungsratsmitglieder stellen.

Unabhängig sein sollte insbesondere der Vorsitzende des Verwaltungsrats. Ein unabhängiger Vorsitzender entspricht der Praxis des britischen und schwedischen Standardproduktes²³⁴ und internationalen Corporate Governance-Grundsätzen. Bereits früh ge-

²²⁸ Börsch-Supan/Roth/Wagner BMAS Forschungsbericht 494, S. 20.

²²⁹ Severinson/Stewart Review of the Swedish National Pension Funds, 2012, p. 26, allgemein die OECD Guidelines for Pension Fund Governance, 2009.

²³⁰ Spencer Stuart US Board Index 2019, p. 8: 62 Prozent der S&P 500-Gesellschaften.

²³¹ Council of Institutional Investors, CII, Corporate Governance Policies, 2.3.

²³² Deutscher Corporate Governance Kodex, Entwurf 2020, Empfehlung C.7.

²³³ § 105 AktG.

²³⁴ Für NEST <https://www.nestpensions.org.uk/schemeweb/nest/nestcorporation/who-runs-nest/trustee-members.html>, für AP7 <https://www.ap7.se/english/about-us/board-of-directors/>.

fordert wurde ein unabhängiger Verwaltungsratsvorsitzender im Vereinigten Königreich.²³⁵ Nach dem OECD Corporate Governance Factbook wird international nunmehr überwiegend ein unabhängiger Vorsitzender gefordert.²³⁶

5.4 Vergütung

In Kalifornien werden die Verwaltungsräte von CalSavers nach dem California Government Code²³⁷ nicht vergütet. Die Regelung in Kalifornien ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass dort die Vorsitzende und etwa die Hälfte der ordentlichen Mitglieder des Verwaltungsrats als Inhaber anderer öffentlicher Ämter geborene Mitglieder des Verwaltungsrats sind. Weiter könnte die Regelung mit der Ausgestaltung der Aufgaben korrelieren, bei CalSavers erfolgt die Anlage ausnahmslos durch zuvor festgelegte Fonds, es bedarf so nur einer eingeschränkten laufenden Beobachtung der Kapitalmarktentwicklung.

Bei der hier empfohlenen staatsfernen Ausgestaltung des Trägers des staatlich organisierten Standardproduktes erscheint ein Verzicht auf eine Vergütung unzweckmäßig. Wie im Vereinigten Königreich und in Schweden sollten die Mitglieder des Verwaltungsrats für ihre Tätigkeit vergütet werden. Die Vergütung sollte so ausgestaltet werden, dass sie erwarten lässt, dass sachkundige und erfahrene Mitglieder gewonnen werden können. Dies dürfte mit den dort festgesetzten Vergütungsrahmen von etwa 10.000 Euro bis 20.000 Euro für ein einfaches Mitglied und knapp 100.000 Euro für die Vorsitzende oder den Vorsitzenden möglich sein.²³⁸

5.5 Zuständigkeit zur Besetzung und Abberufung

Zuständig für die Besetzung des Verwaltungsrats sind international jedenfalls bislang stets staatliche Stellen. Es besteht ein Gleichlauf der Verantwortung insbesondere der Ministerien mit der Kompetenz, die Organmitglieder des Verwaltungsorgans auszuwählen. In Schweden besetzt die Regierung den Verwaltungsrat des Trägers des staatlich organisierten Standardproduktes AP7, der aus neun Mitgliedern besteht. Verantwortlich für den Fonds ist das Finanzministerium. Die Verwaltungsratsmitglieder können auch wieder abberufen werden, hierzu werden im AP-Fonds-Gesetz explizit Bestimmungen getroffen.

Beim britischen Träger des staatlich organisierten Standardproduktes NEST, also bei der NEST Corporation, erfolgt die Besetzung zunächst und während der Einführungsphase durch das Ministerium for Work and Pensions.²³⁹ Nach der Tailored Review legt der Secretary of State die Dauer der Einführungsphase ("initial period") fest, empfohlen wird, bei der Bestimmung der Dauer auch auf die Rückzahlung des Darlehens der Regierung und etwaige Änderungen gesetzlicher Regeln zu beachten.²⁴⁰ Nach Ende der Einführungsphase soll die Bestellung durch die NEST Corporation selbst erfolgen, dies unter

²³⁵ UK Corporate Governance Code 2018, Provision 9, zuvor schon Cadbury Report, Combined Code.

²³⁶ OECD Corporate Governance Factbook, p. 142: Personenverschiedenheit von CEO und Chairman des Board.

²³⁷ Section 100002 (b).

²³⁸ Oben IV.3.1.

²³⁹ Pensions Act 2008, Schedule 1, Section 1 (1) (a): commencement of Section 75(1) or in the initial periode.

²⁴⁰ Tailored Review, p. 20.

Beteiligung des Members Penal der NEST Corporation.²⁴¹ Nachdem der Secretary of State die Einführungsphase noch nicht für beendet erklärt hat, sieht das Framework Document weiterhin die Ernennung der Mitglieder des Board durch den Secretary of State vor.²⁴² Das Statutory Instrument regelt in Section 5 hingegen seit 2010 an sich die Bestellung durch die Corporation, bei dieser soll das Members Penal beteiligt werden.

Die Zuständigkeit für die Bestellung und Abberufung der Verwaltungsratsmitglieder sollte entsprechend der derzeitigen internationalen Praxis beim zuständigen Ministerium liegen. Die Anbindung an ein Ministerium sollte mit der Verantwortlichkeit des Ministeriums für die Personalauswahl verbunden sein. Das staatlich organisierte Standardprodukt unterscheidet sich so von anderen Angeboten, die nicht auf Gewinnerzielung gerichtet sind, insbesondere von Genossenschaften.

Eine Regelung der Abberufung erscheint empfehlenswert, es können sonst in der Praxis ad hoc schwer lösbare Rechtsfragen entstehen.²⁴³ Entsprechend der aktienrechtlichen Regelung für den Vorstand²⁴⁴ sollte eine Abberufung aber nur aus wichtigem Grund möglich sein, daran sollten keine zu geringen Anforderungen gestellt werden. Entsprechende Regelungen finden sich im deutschen Aktienrecht für die gerichtliche Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern und international etwa für Notenbanken. So sind etwa nach dem Österreichischen Nationalbankgesetz Abberufungen aus Generalrat und Direktorium nur bei schwerer Verfehlung möglich oder wenn die Voraussetzungen zur Ausübung des Amtes nicht mehr vorliegen. In den USA ist eine Abberufung aus dem Federal Reserve Board nur „for cause“ möglich. Dabei handelt es sich um einen allgemeinen Standard für in den USA besonders geschützte Independent Agencies, der strikt gehandhabt wird.²⁴⁵ Eine Entlassung „for cause“ durch den Präsidenten ist in den USA sehr selten.²⁴⁶

5.6 Geschäftsordnung

Die staatlich organisierten Standardprodukte sehen jeweils eine Geschäftsordnung für den Verwaltungsrat vor.²⁴⁷ Auch deutsche Aktiengesellschaften sollen Geschäftsordnungen zur Regelung der Kompetenzen der Organe und vor allem des internen Verfahrens erlassen. Die Geschäftsordnung nennt regelmäßig auch die von Organen gebildeten Ausschüsse und deren Kompetenzen. Der Deutsche Corporate Governance Kodex empfiehlt eine Geschäftsordnung für das Kontrollorgan und deren Veröffentlichung,²⁴⁸

²⁴¹ Pensions Act 2008, Schedule 1, Section 1 (1) (b),

²⁴² Framework Document 2018, 13.1. So auch NEST Corporation Governing Body: Terms of reference, 2.5: Governing Body – Board! – ernennt den CEO.

²⁴³ Abberufung: im Bundesbankgesetz für den Vorstand nicht geregelt, dazu *Häde* WM 2005, 205; *Krauskopf/Freimuth* WM 2005, 1297; *Gal/Sehrbrock* AöR 137 (2012) 360, praktisch im Fall Sarrazin: Antrag der restlichen Vorstandsmitglieder.

²⁴⁴ § 84 Abs. 3 AktG, dazu Kort in *GroßkommAktG*, 5. Aufl. 2015, § 84 Rdn. 134 ff, sowie bei gerichtlicher Abberufung des Aufsichtsrats, § 103 Abs. 3 AktG, dazu *Hopt/Roth* in *GroßkommAktG*, 5. Auflage 2019, § 103 Rdn. 63 ff.

²⁴⁵ Zur Interpretation of for-cause removal provisions: *Pildes/Sunstein* Reinventing the Regulatory State, 62 U. CHI. L. REV. 1, 30 (1995) (understanding the terms "inefficiency" and "neglect of duty" to permit removal where an officer is "incompetent [due to] consistently foolish policy choices").

²⁴⁶ *Bamzai* University of Richmond Law Review 2018, 691, 694 verweist auf nur zwei Fälle im 20. Jahrhundert.

²⁴⁷ NEST: Rules of the National Employment Savings Trust applicable from 9 September 2019; CalSavers: California Secure Choice Retirement Savings Investment Board, Governance Policies, zu AP7 oben IV.1.1.

²⁴⁸ Deutscher Corporate Governance Ziffer 5.3.1, Kodex-Entwurf 2020 D.I, Empfehlung D.1.

das sollte auch für den Träger des staatlich organisierten Standardproduktes vorgesehen werden.

6. DER VORSTAND EINES DEUTSCHEN TRÄGERS

6.1 Sachkunde und Anforderungsprofil

International ist für Sachkunde und Eignung der Executive Officers sowie des Chief Executive Officers von Trägern staatlich organisierter Standardprodukte keine explizite gesetzliche Regelung ersichtlich. Im Vereinigten Königreich gelten allgemeine Anforderungen für die Besetzung von Stellen bei Non Departmental Public Bodies. In Schweden und im Vereinigten Königreich lässt sich den Lebensläufen eine einschlägige Sachkunde entnehmen, grundsätzlich langjährige Erfahrung mit zusätzlicher Altersvorsorge bzw. Investmentanlagen. Angeknüpft werden könnte national an § 7 Abs. 2 Satz 2 BundesbankG, der eine besondere Eignung der Vorstandsmitglieder verlangt. Zur Sachkunde gehören kann auch Erfahrung bei der Vergabe öffentlicher Aufträge.

Die Vorstandstätigkeit für den Träger des staatlich organisierten Standardproduktes ist als Vollzeittätigkeit angelegt. Für die Bundesbank ist dies explizit festgehalten, folgt aber auch für den Träger des Standardproduktes bereits aus der Natur der Sache. Es bedarf deshalb grundsätzlich keiner Unvereinbarkeitsregeln für anderweitige aktive Tätigkeit, Nebentätigkeiten sollten die Vorstandsmitglieder zumindest grundsätzlich nicht ausüben, diesbezüglich wären konkretisierende Regelungen des Verwaltungsrats ausreichend.²⁴⁹

Konkreter zu prüfen sind Einschränkungen bezüglich vorheriger Tätigkeit, Unvereinbarkeiten bzw. eine Abkühlungsphase, etwa wie für die Aufsichtsräte börsennotierter Aktiengesellschaften, die zuvor zwei Jahre nicht in derselben Gesellschaft als Vorstand tätig gewesen sein können, wenn nicht die Mehrheit der Hauptversammlung hiervon dispensiert. In Betracht zu ziehen ist die Beschränkung der Anzahl ehemaliger Angehöriger des Öffentlichen Dienstes. In Schweden waren zwei der fünf Vorstandsmitglieder vormals für staatliche Institutionen tätig, so dass hieran anknüpfend eine Beschränkung auf vierzig Prozent der Vorstandsmitglieder erwogen werden sollte. Sollte die Mehrheit des Vorstands zuvor im Öffentlichen Dienst tätig gewesen sein, dürfte die Unabhängigkeit des Standardproduktes von staatlichem Einfluss in der Öffentlichkeit nur schwer vermittelt werden können.

Besondere Bedeutung kommt stets dem Vorstandsvorsitzenden zu. Es stellt sich deshalb auch die Frage, ob insoweit besondere Regeln angezeigt sind. Sowohl bei NEST als auch bei AP7 ist der einem Vorstandsvorsitzenden entsprechende Chief Executive Officer (CEO) allerdings aus der öffentlichen Verwaltung rekrutiert worden. Helen Dean (NEST) und Richard Gröttheim (AP7) haben dabei für den Träger des staatlich organisierten Standardproduktes zentrale Fragen entwickelt bzw. darauf bezogene Tätigkeiten ausgeübt. Das britische Standardprodukt NEST ist auf automatische Einbeziehung angewiesen und fokussiert, die Vorstandsvorsitzende war zuvor für das Department of Work and Pensions tätig und hat maßgeblich an der Entwicklung des automatic enrolment mitgewirkt. Das schwedische Standardprodukt AP7 ist auf die Vermögensanlage fokussiert, der Vorstandsvorsitzende Gröttheim war vorher bei der Reichsbank tätig, der schwedischen Notenbank. Vorsitzende des Vorstands können in der Vergangenheit

²⁴⁹ Für den Aufsichtsrat *Hopt/Roth* in GroßkommAktG, 5. Auflage 2019, § 111 Rdn. 702.

auch in einer Behörde tätig gewesen sein, wegen des Fokus des Standardproduktes in Deutschland etwa bei der Bundesbank.

Zutreffend kann ein Vorstandsvorsitzender bzw. CEO mit Hintergrund in der öffentlichen Verwaltung und für das Standardprodukt einschlägiger Erfahrung vorteilhaft sein. Das Produkt sollte kostengünstig und nicht gewinnorientiert sein, dies könnte bei einer Leitung durch eine Person mit einem Hintergrund in der (privaten) Finanzindustrie schwerer zu vermitteln sein. Demgegenüber könnte Erfahrung in der öffentlichen Finanzindustrie oder der Bundesbank ein „selbstloses“ Image transportieren und der Reputation des Standardproduktes nützen. Eine besondere Regelung mit Blick auf den Vorstandsvorsitzenden empfiehlt sich so nicht.

Neben dem Vorstandsvorsitzenden, dem Chief Executive Officer (CEO), findet sich sowohl bei NEST als auch bei AP7 ein Chief Operating Officer (COO), ein Chief Investment Officer (CIO), ein Chief Risk Officer und ein Compliance Officer. Die konkrete Ausgestaltung sollte dem Verwaltungsrat des Trägers des Standardproduktes überlassen bleiben. Dies gilt auch für die Berücksichtigung wissenschaftlicher Erkenntnisse, bei NEST ist auch der Direktor von NEST Insight als Teil des Executive Teams angegeben.

Besondere Bedeutung für staatlich organisierte Standardprodukte hat die Kommunikation.²⁵⁰ Beim Träger des britischen Standardprodukt NEST ist ein Officer für Consumer Engagement zuständig, also für Kundenkontakt. Der Träger des schwedischen Standardproduktes AP7 hat einen Head of Communications and ESG ernannt, der als einziges Mitglied des Managementteams zuvor keine Erfahrungen in der Finanzindustrie hatte. Entscheidungen sollten unter Einbeziehung der Außenwirkung getroffen werden, der Reputation eines staatlich organisierten Standardproduktes kommt besondere Bedeutung zu.

6.2 Vergütung

Für die Vergütung von Vorstandsmitgliedern bietet sich eine Anlehnung an die Maßstäbe in Schweden²⁵¹ und im Vereinigten Königreich²⁵² und damit eine Vergütung nach Marktpreisen an. Die vom Träger des Standardproduktes gezahlte Vergütung sollte wettbewerbsfähig sein. Nach den allgemeinen Grundsätzen für die Vergütung im schwedischen Fonds AP7 müssen Gehälter und andere Vergütungen im Vergleich zu vergleichbaren Einrichtungen wettbewerbsfähig sein, dabei ist nicht die höchste Vergütung zu bezahlen, die Vergütung muss durch Mäßigung gekennzeichnet sein.²⁵³

6.3 Verfahren zur Besetzung

Nach deutschem Gesellschaftsrecht erfolgt die Bestellung regelmäßig durch das Kontrollorgan, durch den Aufsichtsrat bzw. durch den Verwaltungsrat. Dies entspricht der Rechtslage in Schweden und im Vereinigten Königreich sowie, soweit ersichtlich, auch in Kalifornien. Eine mittelbare Besetzung sichert die Unabhängigkeit der Verwaltung des

²⁵⁰ Sandbrook/Ravi-Burslem Communicating NEST Pensions for “New” DC Savers in the United Kingdom, World Bank World Bank Working Paper 136549.

²⁵¹ Oben IV.1.2.

²⁵² Oben IV.3.2.

²⁵³ Riktlinjer för ersättningar och övriga anställningsvillkor, 5.2, Allgemeine Grundsätze für die Vergütung und andere Beschäftigungsbedingungen.

Standardproduktes ab, im Aktienrecht beruht die Unabhängigkeit des Vorstands ganz maßgeblich darauf, dass die Hauptversammlung zwar die Entlastung verweigern und damit dem Vorstand das Misstrauen aussprechen kann, aber nicht direkt eine Abberufung vornehmen kann.

Zur Förderung der Unabhängigkeit des staatlich organisierten Standardproduktes erscheint eine Besetzung des Geschäftsführungsorgans durch den Verwaltungsrat vorzugswürdig. Zwar kommt an sich auch eine direkte Bestellung durch das für das Standardprodukt zuständige Ministerium in Betracht. So wird bei der Bundesbank wird der Vorstand durch die Regierung²⁵⁴ besetzt und besteht bei der GmbH die Möglichkeit der Bestellung durch die Gesellschafterversammlung auch dann, wenn ein freiwilliger Aufsichtsrat vorgesehen wurde. Bis zum Aktiengesetz 1937 konnte die Besetzung des Vorstandes auch durch die Hauptversammlung erfolgen,²⁵⁵ die Förderung der Unabhängigkeit des Vorstands war Mitgrund für die Änderung der aktienrechtlichen Organisationsverfassung.

Bei der Besetzung zu beachten sind die Anforderung an die Qualifikation der Vorstandsmitglieder, Sachkunde, diverser Hintergrund und Erfahrungen, abgestimmt auf die Aufgaben des Standardproduktes und den Umfang der Erfüllung durch den Träger selbst. Neben der Erfahrung mit Finanzdienstleistungen ist die Bedeutung der Kommunikation nicht zu unterschätzen. Weiter ist die Beteiligung eines Beirats zu erwägen.

7. DER BEIRAT EINES DEUTSCHEN TRÄGERS

7.1 Sachkunde, Anforderungsprofil und Vergütung

Eine Beteiligung der Mitglieder, von Gewerkschaften oder Verbraucherverbänden an der Verwaltung des Trägers eines staatlich organisierten Standardproduktes wird international nicht durchgehend und auf verschiedene Art und Weise vorgesehen. Keine solche Beteiligung erfolgt in Schweden im Fonds AP7, hierbei handelt es sich um eine Ausnahme vom sonst bei AP-Fonds üblichen Vorschlagsrecht durch Gewerkschaften und Arbeitgeberverbände.²⁵⁶ Bei CalSavers ist eine Vertretung von Mitgliedern sowie von kleinen Arbeitgebern im Board vorgesehen.²⁵⁷ Die Board-Mitglieder erhalten in Kalifornien keine Vergütung,²⁵⁸ derzeit nicht besetzt ist die Position des Small Business Representatives.²⁵⁹ Der Posten der Mitgliedervertreterin im Board von CalSavers ist mit einer Gewerkschaftsfunktionärin besetzt. Auch bei NEST sind Gewerkschaftsmitglieder und -funktionäre im Board vertreten.

Einen Beirat in Form eines Members Penal sowie eines Employers Penal gibt es nur bei NEST. Dem Members Panel gehörte nach dem Jahresbericht 2017/2018 eine Wissenschaftlerin an, die sich an der London School of Economics mit Altersvorsorge beschäftigt, eine pensionierte langjährige Pension Managerin, die auch für NEST gearbeitet

²⁵⁴ Bestellung der Mitglieder des Vorstands der Bundesbank durch den Bundespräsidenten, Präsident und Stellvertreter sowie eines weiteren Mitglieds auf Vorschlag der Bundesregierung, der drei anderen weiteren Mitglieder auf Vorschlag des Bundesrates, der Vorstand ist zu den Vorschlägen jeweils anzuhören, § 7 Abs. 3 BundesbankG.

²⁵⁵ Staub/Pinner 14. Auflage 1933, § 246 HGB Anm. 10.

²⁵⁶ Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) 5. Kapitel § 6.

²⁵⁷ California Code Section 100002 (a) (1) (E), (F).

²⁵⁸ California Code Section 100002 (a) (2).

²⁵⁹ Internet-Seite: treasurer.ca.gov/scib/members.asp.

hatte, eine ehemalige Anwältin, die sich als Senior Policy Managerin einer Charity für verantwortungsvolle Anlage durch Pensionsfonds und andere institutionelle Investoren einsetzt, ein Gewerkschaftsfunktionär, der für die Gewerkschaft Pensionsregelungen in der Kommunikationsindustrie verhandelt, eine Rentenrechtlerin, ein Funktionär des Dachverbandes der Gewerkschaften, die Angestellte einer Datenverarbeitungsfirma, eine Person mit vielfältiger Erfahrung im Ausbildungsmarkt, ein pensionierter Datenverarbeiter, ein ehemaliger Investmentmanager, eine vormalige Gewerkschaftsfunktionärin, die nunmehr bei einer Vereinigung öffentlicher Arbeitgeber für Renten zuständig ist, ein ehemaliger Trustee Member von NEST, der für die Gewerkschaften am Bericht der Pensions Commission mitgewirkt hat, ein ehemaliger Mitarbeiter von NEST, der sich mit IT-Lösungen für Renten beschäftigt sowie ein für Öffentlichkeitsarbeit Zuständiger, der als solcher verschiedene Leitungs- und Organpositionen innehatte und nunmehr für die Climate Bond Initiative arbeitet. Der Board soll ein Anforderungsprofil festlegen.

Wie im Vereinigten Königreich sollte es auch in Deutschland keine geborenen Beiratsmitglieder und keine Benennungsrechte von Interessenvertretern geben. Im Ergebnis sollten auch in Deutschland Arbeitnehmer vertreten sein, dafür wird sich die Bestellung von Gewerkschaftsfunktionären mit einschlägiger Erfahrung empfehlen. Einem deutschen Beirat sollten auch darüber Personen mit einschlägiger Berufserfahrung angehören, etwa auf dem Gebiet der Öffentlichkeitsarbeit, der Datenverarbeitung, des Rechts der Altersvorsorge und der Vermögensanlage. Zu denken ist weiter an Vertreter von Anlegern, von Vorsorgenden, von Verbrauchern sowie aus der Wissenschaft. Bei NEST müssen auch Mitglieder des Pension Schemes vertreten sein. Im Vereinigten Königreich können Zahlungen an die Mitglieder des Members Penals geleistet werden, diese werden als allgemeine Verwaltungskosten behandelt.²⁶⁰

7.2 Verfahren zur Besetzung

In der deutschen Sozialversicherung erfolgt eine direkte Wahl durch die Versicherten, die bislang schriftlich erfolgt. Angestrebt wird eine Reform der Sozialwahl und eine Durchführung als Onlinewahl.²⁶¹ Auch eine solches Verfahren unter Beteiligung aller Mitglieder des staatlich organisierten Standardproduktes erscheint allerdings wenig praktisch und dürfte allenfalls einem sehr formalen Demokratieverständnis entsprechen. Nachdem es Anlegern freistehen sollte, in andere Produkte zu wechseln, ist eine hinreichende Beschäftigung mit verschiedenen Vertretern ebenso wenig zu erwarten wie eine eigenständige Stimmabgabe für den eigenen Anteil.

Vorzugswürdig erscheint nach dem Vorbild von NEST eine Besetzung des Beirats durch den Verwaltungsrat. Dabei hat der Verwaltungsrat darauf zu achten, dass die Interessen der Vorsorgenden adäquat abgebildet sind, dies unter Berücksichtigung der Zusammensetzung der Mitglieder des Standardproduktes. Im Vereinigten Königreich besteht die Möglichkeit, Interesse an der Tätigkeit im Member Panel zu äußern, wegen des jährlichen Wechsels einzelner Mitglieder ist regelmäßig eine Neubesetzung durchzuführen. Es sollte möglich sein, dass ein Interesse an der Bestellung zum Beiratsmitglied geäußert wird.

²⁶⁰ National Employment Saving Trust Order 2010, Section 9.

²⁶¹ <https://www.bmas.de/DE/Presse/Meldungen/2019/sozialwahlen-der-zukunft.html>.

V. STAATSUNABHÄNGIGE VERWALTUNG DES STANDARDPRODUKTES

1. KERNAUFGABEN

1.1 Überblick über die (möglichen) Aufgaben des Trägers

Über die Aufgaben des Trägers ist politisch zu entscheiden. Kernaufgabe ist auf jeden Fall die Vermögensverwaltung, weiter kann dem Träger eines staatlich organisierten Standardproduktes die Kontenverwaltung sowie die Organisation und Durchsetzung einer automatischen Einbeziehung übertragen werden. International unüblich ist es, neben einer allgemeinen Information über die Vermögensanlage durch den Träger des Standardproduktes auch die Beratung der Vorsorgenden vorzusehen.

1.2 Kernaufgaben auf dem Gebiet der Vermögensverwaltung

Allgemein werden die Leitlinien für die Vermögensanlage vom Standardprodukt selbst entwickelt. Dies betrifft Anlageklassen, aber auch die Gestaltung der Standardoption, die jeweils nach dem Lebenszyklusmodell ausgestaltet ist, allerdings mit sich unterscheidenden Risikoprofilen. Kernaufgabe der Träger der staatlich organisierten Standardprodukte ist die Bestimmung des in Kauf genommenes Risikos sowie die Überwachung der Geschäftsführung und Vertragspartner. Festzulegen sind der Schwerpunkt der Anlage sowie Wahlmöglichkeiten für die Vorsorgenden und das Rückfallmodell.²⁶²

In Schweden ist AP7 der Träger des staatlich organisierten Standardproduktes AP7 SÅfa. Bei AP7 entscheidet der Verwaltungsrat über die langfristige Strategie und das Risikoniveau des Fonds, er hat hierfür insbesondere Richtlinien für die Investitionstätigkeit erlassen.²⁶³ Der Verwaltungsrat entscheidet auch über die strategische Ausrichtung des Fonds und die zulässige Höhe des Marktrisikos (Risikotoleranz).²⁶⁴

In Kalifornien ist durch den California Secure Choice Retirement Savings Trust Act gesetzlich der California Secure Choice Retirement Savings Trust geschaffen worden,²⁶⁵ die angebotenen Produkte werden als CalSavers Retirement Savings Program bezeichnet.²⁶⁶ Der Board soll eine Investment Policy entwickeln, die spätestens drei Jahre nach Beginn angewandt werden soll.²⁶⁷ Dies ist bereits im Jahre 2018 erfolgt, das aktuelle Investment Policy Statement stammt aus dem September 2019.²⁶⁸

²⁶² Dazu das Gutachten von Bucher-Koenen/Riedler/Weber Kapitalanlage eines staatlich organisierten Altersvorsorgefonds, 2019.

²⁶³ Richtlinien für die Investitionstätigkeit, Richtlinien für plazeringsverksamheten.

²⁶⁴ Richtlinien für die Investitionstätigkeit, Richtlinien für plazeringsverksamheten, 1.5.

²⁶⁵ California Government Code, Title 21.

²⁶⁶ California Government Code Section 100001 (b).

²⁶⁷ California Government Code Section 100002 (e) (2).

²⁶⁸ California Secure Choice Retirement Savings Investment Board, Investment Policy Statement, adopted December 1, 2018, revised September 23, 2019.

Im Vereinigten Königreich ist die NEST Corporation der Trustee des Pension Schemes NEST. Die NEST Corporation hat ebenfalls Richtlinien für die Investitionstätigkeit erlassen.²⁶⁹ Diese beschreiben die Zuständigkeiten des Investment Committee, des Chief Investment Officers, der in-house Investmentteams und der externen Fondsmanager. Die Risiken und grundlegenden Annahmen für die Investitionstätigkeit (investment beliefs) sind im Anhang der Richtlinien angefügt.

1.3 Automatische Einbeziehung in das Standardprodukt

Als Kernaufgabe des britischen Standardproduktes sind weiter eine große Beteiligung von Geringverdienern an Systemen betrieblicher Altersvorsorge sowie geringe Opt-Out-Raten zu nennen. Im Vereinigten Königreich verfügen bei privaten Arbeitgebern 79 Prozent der Personen, die zwischen 10.000 und 20.000 Pfund verdienen über eine betriebliche Altersvorsorge.²⁷⁰ Die Verbreitung der betrieblichen Altersvorsorge bei höheren Einkommen liegt im Vereinigten Königreich bei durchweg über 80 Prozent.²⁷¹ Demgegenüber liegt die Verbreitung zusätzlicher Altersvorsorge nach dem Alterssicherungsbericht 2016 für Einkommen bis monatlich 1.500 Euro brutto bei 53,5 Prozent, bei Einkommen von 1.500 bis unter 2.500 Euro bei 60,8 Prozent, bei Einkommen von 2.500 bis unter 3.500 Euro bei 72,6 Prozent und erst sodann über 80 Prozent, bezogen allerdings auf alle Arbeitgeber, also unter Einbeziehung des Öffentlichen Dienstes.²⁷² Die entsprechenden Zahlen für private Arbeitgeber liegen jedenfalls bis zu den mittleren Einkommen niedriger.

1.4 Organisation der Kontenverwaltung und Information

Je nach Aufgabenumfang des Trägers des Standardproduktes zählt auch die Organisation der Kontenführung zu den Kernaufgaben des Trägers, so im Vereinigten Königreich sowie in Kalifornien. Die Kontenverwaltung selbst wird dabei jeweils an einen Dritten delegiert. Der Träger selbst ist für die Organisation der Abwicklung zuständig, weiter für die Ausschreibung. In Schweden ist die Verwaltung der Konten der Vorsorgenden nach den gesetzlichen Vorgaben von der Vermögensverwaltung getrennt.

Weiter stellt die Information der Allgemeinheit sowie der Anleger eine Kernaufgabe des Trägers dar. Zunächst bedarf es der Information der Allgemeinheit auch über allgemeine Prinzipien. Das Standardprodukt benötigt Akzeptanz, so dass die Konzeption erklärt werden muss. Dies kann auch durch andere Stellen erfolgen. Daneben tritt die Information der Anleger. Es bedarf der Kommunikation der Anlagestrategie und -ergebnisse auf einer eigenen Webseite. Vertrauen in das Standardprodukt und seine Manager entsteht nur, wenn diese auch selbst glaubwürdig auftreten.

²⁶⁹ NEST, Statement of investment principles, October 2019 to March 2022.

²⁷⁰ The Pensions Regulator, Automatic enrollment, Commentary and analysis, April 2018-March 2019, p. 12.

²⁷¹ Graphische Darstellung Department of Work and Pensions, Workplace Pension Participation and Savings Trends, Eligible Employees Official Statistics, 2008-2018, Published 5 June 2019, p. 7.

²⁷² Alterssicherungsbericht 2016, S. 159, Tabelle D.3.7.

2. UMSETZUNG INTERNATIONAL

Nach dem California Code musste CalSavers das Scheme von einem Dritten administrieren lassen, Section 100043 (b) (1) (D), bevor das Scheme für Arbeitgeber geöffnet werden konnte. Die Beauftragung eines Dritten soll den Aufwand der Arbeitgeber minimieren, je nach Ausgestaltung der Aufgaben des Call-Centers sind verschiedene Preise für die Administration der Vorsorgekonten vorgesehen. Auch die Vermögensverwaltung erfolgt in Kalifornien durch externe Fonds.

In Schweden sehen die vom Verwaltungsrat erlassenen Richtlinien für die Investitionstätigkeit die Möglichkeit der Auslagerung von Tätigkeiten an externe Manager vor.²⁷³ Danach ist eine kleine aber hochqualifizierte Organisation erklärtes Ziel von AP7. Daraus wird abgeleitet, dass externe Dienste in Bereichen eingesetzt werden, in denen dies als angemessen angesehen wird, so wenn externe Manager eine hohe Kompetenz haben und niedrige Kosten entstehen.²⁷⁴ Nach dem Geschäftsbericht für das Jahr 2018 handelt es sich bei AP7 um eine kleine Organisation mit vielen Subunternehmen.²⁷⁵

Im Fonds selbst getroffen werden Entscheidungen zunächst durch den Verwaltungsrat (Level 1), durch den CEO (Level 2) und den Asset Manager (Level 3), auf der vierten Ebene angesiedelt ist dann die Entscheidung durch den Portfoliomanager (Level 4), der intern oder auch extern beschäftigt werden kann.²⁷⁶ Der Verwaltungsrat entscheidet danach über Fondsregeln für die verwalteten Fonds, Richtlinien für die Anlagetätigkeit und das Risikomanagement, Ziele, Risikobereitschaft und Risikotoleranz sowie den Referenzbereich für Vermögens- und Risikoklassen. Der CEO entscheidet über das strategische Portfolio und den aktiven Gesamtrisikobereich für den Vermögensverwalter und die Genehmigung von Vereinbarungen mit Treuhändern (Investment Management Agreement, IMA). Der Asset Manager entscheidet über das Risikobudget für die Zuordnung zu Strategien und Mandaten im Rahmen des delegierten Managementmandats und des Risikorahmens und schlägt Investment Management Agreements für externe und interne Manager vor. Dem Portfoliomanager obliegt die Ausführung und Verwaltung von Mandaten und Portfolios innerhalb des Investment Management Agreements.

Stets delegiert sind die Kontenführung und der Kontakt zu Arbeitgebern und Vorsorgenden. Die Administration der Vorsorgekonten erfolgt in Schweden ohnehin zentral durch die Pensionsbehörde, aber auch in Kalifornien und im Vereinigten Königreich durch externe Dienstleister. Im Vereinigten Königreich wurde der Auftrag zunächst an Tata Consultancy Services (TCS) vergeben, derzeit läuft ein neues Ausschreibungsverfahren. In Kalifornien erfolgte die Fremdvergabe an einen unabhängigen service provider für Altersvorsorgepläne, Ascensus, der bereits den ersten State Auto Enrollment Pin Oregon bedient und als führender Anbieter für die Administration von Altersvorsorgekonten bezeichnet wird. Ascensus bietet keine Vermögensanlage bzw. Investmentberatung an.

²⁷³ Riktlinjer för placeringsverksamheten, 1.6.

²⁷⁴ Genannt wird weiter eine geringe Verwundbarkeit.

²⁷⁵ AP7 Årsredovisning (Geschäftsbericht) 2018, S. 29.

²⁷⁶ Riktlinjer för placeringsverksamheten, 1.5, Tabell 1.

3. UMSETZUNG IN DEUTSCHLAND

3.1 Vermögensverwaltung

Auch bei einem deutschen Standardprodukt gehört die Entwicklung der Leitlinien für die Vermögensverwaltung zu den Kernaufgaben, die vom Träger des Standardproduktes selbst wahrzunehmen sind.²⁷⁷ Dazu gehört die Entscheidung, über eine aktive oder passive Investmentstrategie, aber auch die Entscheidung über Anlageklassen und ggf. Schwerpunkte. Bei aktivem Investment bedarf es laufender Begleitung, sonst reicht eine allgemeine Marktbeobachtung aus. Bezüglich der Kontenführung reicht nach erfolgreicher Implementierung etwa durch einen beauftragten Dienstleister eine allgemeine Kontrolle aus. Festzulegen sind weiter zumindest die Grundsätze der Information der Allgemeinheit sowie der Vorsorgenden.

Keines der untersuchten Standardprodukte nimmt die Kontenverwaltung selbst wahr oder trifft die überwiegende Anzahl von Anlageentscheidungen selbst. Es wird Expertise in der Vermögensanlage und Kontenverwaltung am Markt eingekauft, diese kann gemischt und auf die Bedürfnisse der Zielgruppe angepasst werden. Die eigentliche Vermögensanlage erfolgt überwiegend durch Dritte. Weitgehend an Dritte delegiert wird die Verwaltung der Konten, wobei jedenfalls im Vereinigten Königreich auch ein direkter Kontakt zum Träger des Standardproduktes möglich ist.

In Deutschland gibt es sowohl für die betriebliche als auch für die individuelle private Altersvorsorge bereits Anbieter für die Administration von Konten, die insbesondere auch digitale Lösungen anbieten.²⁷⁸ Zudem bestehen hinreichende Angebote aktiver und passiver Fonds, insbesondere indexorientierter ETF. Möglich ist so eine Delegation der Verwaltung der Vorsorgekonten sowie eine jedenfalls teilweise Delegation der Vermögensverwaltung.

Bei einer Fremdvergabe sind die einschlägigen Regelungen des Vergaberechts zu beachten. Einschlägig ist die Richtlinie 2014/24/EU über die öffentliche Auftragsvergabe, sowohl zu NEST als auch zu AP7 finden sich eine Vielzahl von Einträgen in der entsprechenden Datenbank der Europäischen Union.²⁷⁹ Auszuschreiben sind etwa die Kontenverwaltung²⁸⁰ oder Webservices²⁸¹. Ausgenommen sind nach Art. 10 lit e) der Richtlinie Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit der Ausgabe, dem Verkauf, dem Ankauf oder der Übertragung von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten im Sinne der Richtlinie 2004/39/EG, auf eine nationale Umsetzung²⁸² verweist NEST jedenfalls im Zusammenhang mit der Beauftragung von Investmentfonds.²⁸³

Eine weitgehende Fremdvergabe der Vermögensverwaltung und Administration ermöglicht eine schlanke Organisation des Trägers eines Standardproduktes. Gegebenenfalls

²⁷⁷ Dazu schon oben I.4.3.

²⁷⁸ Für die betriebliche Vorsorge etwa Willis Towers Watson und Heubeck, für die individuelle Vorsorge etwa msg life, auch Tata Consultancy Services verfügt über ein Büro in Deutschland.

²⁷⁹ Ted.europa.eu.

²⁸⁰ Zu NEST: Services 219508-2019, 13.5.2019.

²⁸¹ Zu AP7: Services 443163-2014, 27.12.2014.

²⁸² Public Contracts Regulation 2015, 10 (e)(i).

²⁸³ Services – 57863 – 2019, 6.2.2019. In Deutschland § 116 Abs. 1 Nr. 4 GWB, zum Streit über den Anwendungsbereich, Lausen in Beck'scher Vergaberechtskommentar, 3. Auflage 2017, § 116 Rdn. 55, noch zur älteren Rechtslage unter Betonung der Geld- oder Kapitalbeschaffung öffentlicher Auftraggeber *Dreher* in Immenga/Mestmäcker Wettbewerbsrecht, 5. Auflage 2015, § 100a Rdn. 11 ff.

könnte bereits im Gesetz vorgesehen werden, dass eine Fremdvergabe der Vermögensverwaltung sowie der Administration der Vorsorgekonten erfolgen soll. Eine praktisch ausschließliche Administration durch Dritte findet sich in Kalifornien, dort als gesetzliche Voraussetzung für den Start des Programms. Bei AP7 und bei NEST bestehen demgegenüber Investmentteams und jedenfalls bei AP7 in geringem Umfang auch eine eigenverantwortliche Vermögensanlage, hierfür könnte die bei aktiver Entscheidung über den Einsatz von Vermögenswerten größere Sachnähe sprechen.

3.2 Erlass von Leitlinien durch den Verwaltungsrat

Unter Berücksichtigung der gesetzlichen Vorgaben für die Anlagestrategie sollte zunächst der Verwaltungsrat Richtlinien für die Vermögensanlage erlassen. So hat bei AP7 der Verwaltungsrat verschiedene Richtlinien zur Vermögensanlage,²⁸⁴ zur internen Steuerung und Kontrolle,²⁸⁵ aber auch zur Vergütung und anderen Beschäftigungsbedingungen,²⁸⁶ zum Risikomanagement²⁸⁷ und für den Umgang mit ethischen Fragen erlassen.²⁸⁸ NEST hat ebenfalls Richtlinien für die Vermögensanlage²⁸⁹ erlassen und Überzeugungen bei der Vermögensanlage formuliert,²⁹⁰ weiter Grundsätze für verantwortungsvolles Investieren²⁹¹ und zu ausgeschlossenen Anlagen²⁹². Erlassen wurden weiter Richtlinien für die Stimmabgabe, zum Umgang mit Interessenkonflikten und zur Anwendung des UK Stewardship Code.

Der Erlass von Richtlinien durch den Verwaltungsrat²⁹³ ist Ausdruck seiner Verantwortung gegenüber den Mitgliedern und der Öffentlichkeit. Transparenz der Investitionsstrategie, der Risikostrategie aber auch der Corporate Governance-Grundsätze, der ESG-Strategie sowie zum Umgang mit Interessenkonflikten schafft Vertrauen in die Arbeitsweise des Standardproduktes. Vom Verwaltungsrat zu entscheiden sind die nicht delegierbaren Kernaufgaben. Aufgrund des langfristigen Anlagehorizonts werden hierzu auch Fragen der Nachhaltigkeit gehören. In Betracht kommt eine Beteiligung des Beirats, zu empfehlen ist die Veröffentlichung der Leitlinien.

Wie in der internationalen Corporate Governance-Diskussion nun ganz überwiegend anerkannt²⁹⁴ können im Rahmen der Erzielung einer möglichst hohen Rendite auch andere Interessen berücksichtigt werden können. Jedenfalls entstehen bei Nichtberücksichtigung anderer Interessen der Vorsorgenden Reputationsrisiken für das Standardprodukt,

²⁸⁴ Richtlinie für die Investitionstätigkeit, Riktlinjer för placeringsverksamheten, Version 2019:3 vom 10.12.2019.

²⁸⁵ Riktlinjer för intern styrning och kontroll, Version 2019:1, Juni 2019, auch die Riktlinjer för ägerstyrning, 2019:1, Dezember 2019.

²⁸⁶ Riktlinjer för ersättningar och öfriga anställningsvillkor, Version 2019:1, Juni 2019.

²⁸⁷ Riktlinjer för Riskhantering, Version 2019:2, Dezember 2019.

²⁸⁸ Riktlinjer för hantering av etiska frågor i AP7:s verksamhet, Version 2019:1, Juni 2019.

²⁸⁹ Nest's Statement of Investment Principles, April 2018 to March 2021, updated March 2019.

²⁹⁰ Investment Beliefs, Nest's Statement of Investment Principles, April 2018 to March 2021, updated March 2019, Annex 2, auch <https://www.nestpensions.org.uk/schemeweb/nest/aboutnest/investment-approach/statement-of-investment-principles/Our-investment-beliefs.html>.

²⁹¹ Nest's objectives and principles for investing responsibly, 2016.

²⁹² NEST Divestment Policy, 2018.

²⁹³ Zu CalSavers oben I.3.3.

²⁹⁴ Zum Zweck der Gesellschaft ("Purpose") die British Academy, Future of the Corporation, aus den USA Business Roundtable, Statement of the Purpose of the Corporation.

etwa bei Kündigung von Arbeitsverhältnissen oder Wohnungen durch Gesellschaften, in die die Betroffenen selbst über das staatlich organisierte Standardprodukt investiert sind.

3.3 Besonderheiten bei der Berücksichtigung von ESG-Kriterien

Nachhaltigkeitskriterien spielen bei allen untersuchten staatlich orientierten Standardprodukten eine Rolle. In Kalifornien können die Vorsorgenden einen speziellen Fonds wählen, der nach ESG-Kriterien anlegt. Ansonsten findet sich bei den Trägern staatlich organisierter Standardprodukte ein integrativer Ansatz. In Schweden ist die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien Teil der allgemeinen Strategie von AP7. Dies zeigt sich insbesondere im Ausschluss gewisser Unternehmen von der Vermögensanlage,²⁹⁵ weiter durch auf Nachhaltigkeit zielende Mandate für Vermögensverwalter.²⁹⁶

Im Vereinigten Königreich investiert die NEST Corporation in Climate Aware Fonds,²⁹⁷ die zusammen Ende September 2019 einen Anteil von über 13 Prozent an den Gesamtanlagen hatten. Die extern gemanagten Fonds haben das Ziel, zu einer Erreichung des Ziels einer Begrenzung der Erderwärmung auf 2 Grad beizutragen.²⁹⁸ Der externe Manager berücksichtigt, ob sich die Unternehmen am Carbon Disclosure Project beteiligen und ob ihre Entwicklung zum Erreichen des Zwei-Grad-Zieles beiträgt.

Der Träger des deutschen Standardproduktes wird sich als langfristiger Anleger der Thematik der Nachhaltigkeit kaum entziehen können. Dies gilt auch vor dem Hintergrund der einschlägigen und zu erwartenden EU Regulierung, aber auch einschlägiger internationaler Initiativen. Vorzugswürdig erscheint so die Entwicklung einer eigenständigen Nachhaltigkeitsstrategie und entsprechender Leitlinien. Entsprechend der Praxis bei NEST kommt ein Anlageschwerpunkt in Fonds in Betracht, die auf eine Transformation von Geschäftsmodellen zielen.²⁹⁹

Neben Regeln zur Nachhaltigkeit sollte der Träger des staatlich organisierten Standardproduktes auch Regeln zur Corporate Social Responsibility entwickeln. In Schweden investiert AP7 nicht in Unternehmen, die Kernwaffen produzieren und gegen Arbeitsschutzstandards verstoßen, auch NEST hat hierzu eigene Standards entwickelt. Besonderes Engagement gilt hier etwa dem Verbot von Tabakwerbung.³⁰⁰

Für Deutschland in den Blick zu nehmen sind auch die Auswirkungen auf Arbeitsplätze. Auswirkungen auf Arbeitsplätze können vor allem Unternehmensübernahmen haben. Als Leitlinie kann das Abstellen auf langfristige Folgen dienen, nicht nachhaltig wäre es, kurzfristige Kurssteigerungen zu unterstützen, die keinen langfristigen Mehrwert schaffen. Es empfiehlt sich keine detaillierte Vorgabe in gesetzlicher Regel, ggf. denkbar wäre eine allgemeine Formel. Die Konkretisierung und Anwendung auf den Einzelfall sollte durch den Träger selbst erfolgen. Ausarbeiten eines Vorschlags durch den Vorstand, Entscheidung durch Verwaltungsrat mit Konsultation des Beirats.

²⁹⁵ Näher unten V.2.2.

²⁹⁶ AP7 Sustainability Report 2018, p. 9: green mandates in all asset classes.

²⁹⁷ NEST Quarterly Investment Report, At End September 2019, p. 11, UBS Climate Aware Funds.

²⁹⁸ UBS Equity Climate Aware Strategy.

²⁹⁹ Auf Reputationsrisiken und die Bereitschaft in den Fonds zu investieren NEST's objectives and principles for investing responsibly, 4, Reputational Risk, 2016.

³⁰⁰ Minerva Analytics, Monitoring Report of Shareholder Voting 2018, p. 15.

3.4 Vergabe von Mandaten durch Vorstand bzw. ein Investmentteam

Ein staatlich organisiertes Standardprodukt hat die Regeln für öffentlich-rechtliche Auftragsvergabe zu beachten. AP7 und NEST schreiben als öffentliche Auftraggeber europaweit aus, insoweit kann die Praxis aus dem Register Tender Offers Daily, der online Version des Supplements zum Amtsblatt der Europäischen Union für das europäische öffentliche Auftragswesen, nachvollzogen werden.³⁰¹ Von der Richtlinie zur öffentlichen Auftragsvergabe ausgenommen sind Finanzinstrumente. Ausgeschrieben werden aber Mandate zur Beratung bei der Vermögensanlage, NEST hat auch die Verwaltung durch externe Fondsmanager ausgeschrieben, allerdings auf die entsprechende Ausnahme im britischen Recht verwiesen.

3.5 Beauftragung von Vermögensverwaltern

Die Anlagestruktur kann vom deutschen Standardprodukt individuell festgelegt werden. Bei AP7 wird ein Fonds für die Aktienanlage geführt, weiter ein Fonds für die Anlage in festverzinsliche Wertpapiere. Bei NEST besteht die Standardoption für den Vorsorgenden aus einer Vielzahl von Fonds und bestehen davon verschiedene Anlagemöglichkeiten für die Anleger. Im Vereinigten Königreich werden eine Vielzahl europäischer Anbieter berücksichtigt,³⁰² die drei großen US-amerikanischen Anbieter von Indexfonds werden eher zurückhaltend einbezogen. Bei NEST finden sich keine Aktienfonds der großen ETF-Anbieter, allerdings investiert NEST bei festverzinslichen Wertpapieren in Fonds von Blackrock und State Street und arbeitet mit Vanguard als Research Partner zusammen.

Bei der Entscheidung über die Auswahl des Vermögensverwalters sollte insbesondere bei einem passiven Investment auch eine Bewertung der Marktmacht in die Überlegungen mit einbezogen werden. Aus Corporate Governance Gesichtspunkten wird der Marktanteil der „big three“ (Blackrock, State Street, Vanguard) kritisiert.³⁰³ In den USA halten diese bereits etwa ein Fünftel der Aktien der 500 größten Unternehmen und repräsentieren fast ein Viertel der abgegebenen Stimmrechte.³⁰⁴ Jedenfalls das Beispiel von NEST zeigt, dass auch bei öffentlicher Ausschreibung eine Durchführung der Vermögensanlage mit anderen Anbietern möglich ist. Marktchancen bestehen so auch für europäische Anbieter.

Besondere Bedeutung sollte den Richtlinien zur nachhaltigen Anlage sowie zur Ausübung der Stimmrechte beigemessen werden. Aufgrund eines langen Anlagehorizontes kommt Nachhaltigkeit und CSR-Grundsätzen eine besondere Relevanz zu, für die Corporate Governance wichtig ist das Ausüben von Stimmrechten. Dies sollte jedenfalls bei inländischen Anlagen nach eigenen Kriterien erfolgen, die bei deutschen Unternehmen die deutsche Corporate Governance und insbesondere den Deutschen Corporate Governance Kodex berücksichtigen.

³⁰¹ Ted.europa.eu, dazu schon oben IV.3.1.

³⁰² NEST Quarterly Investment Report, at end September 2019, p. 11, 12.

³⁰³ *Bebchuk/Hirst* Index Funds and the Future of Corporate Governance, Columbia Law Review 119 (2019) 2029, working paper auf SSRN.

³⁰⁴ *Bebchuk/Hirst* The Specter of the Giant Three, Boston University Law Review 99 (2019) 721, 734.

3.6 Stimmrechtsausübung und Stewardship: Internationale Regeln und Praxis

Bei NEST enthält die Voting Policy³⁰⁵ die explizite Erklärung, dass Stimmrechte ausgeübt werden. Grundsätzlich üben die Fondsmanager die Stimmrechte entsprechend den Grundsätzen des jeweiligen Investmentfonds aus.³⁰⁶ In einer bestimmten Anzahl kann NEST aber eine Abweichung verlangen, so dass NEST direkt Einfluss auf die Unternehmen nehmen kann, in die der Fondsmanager für NEST investiert hat.³⁰⁷ Dies wird auf den Global Equity Manager bezogen. Als Global Equity werden im Quarterly Investment Report auch die englischen Aktien bezeichnet (Global Developed Equities - UK), der Fonds mit dem dies bedient wird dürfte der UBS Life UK (World) Equity Tracker Fund sein. Nach dem Bericht von NEST über die Ausübung von Stimmrechten wurde insbesondere in britischen Gesellschaften von geplanten Entscheidungen der Fondsmanager abgewichen und von der Möglichkeit eigenständiger Stimmabgabe Gebrauch gemacht.³⁰⁸

Für die schwedische Praxis ist berücksichtigen, dass der Träger des schwedischen Standardproduktes AP7 SÅfa nur zu einem geringen Teil in Schweden investiert. Gegenstand der Schilderung der Corporate Governance-Aktivitäten ist der Vierte AP-Fonds, der 15 Prozent seiner Anlagen in schwedischen Gesellschaften hält und so zu den zehn größten Investoren in Schweden zählt.³⁰⁹ AP4 bekennt sich deutlich zu einer aktiven Rolle als Eigner bei schwedischen Gesellschaft und engagiert sich etwa bei der Nominierung von Verwaltungsräten. Schwedische Besonderheit ist ein von Aktionären gebildetes Nomination Committee, hier war AP4 in mehreren Dutzend Fällen beteiligt.³¹⁰ Der Fonds AP7 schildert in seinem Geschäftsbericht 2018, dass mit 194 Unternehmen ein „Einfluss-Dialog“ geführt wurde, wegen 306 Fällen von (möglichen) Normverletzungen, davon mit 65 Unternehmen auf der schwarzen Liste.³¹¹ In den USA nimmt AP7 auch an Sammelklagen teil.³¹²

Die eigenständige Stimmrechtsausübung der Träger staatlich organisierter Standardprodukte ist für die Corporate Governance insgesamt relevant. Weltweit und insbesondere in den USA und Europa kommt institutionellen Investoren eine immer größere Bedeutung zu,³¹³ verstärkt auch passiv gemanagten Index-Fonds (ETF). Der Diskussion über die Stimmrechtsausübung durch Indexfonds kommt in der Corporate Governance-Debatte eine deutlich zunehmende Bedeutung zu. Im internationalen Schrifttum wird deutliche Kritik an den als „big three“ bezeichneten Anbieter von Indexfonds und deren Marktanteil geäußert.³¹⁴ Auch in der Presse finden sich kritische Kommentare zu Blackrock, State

³⁰⁵ NEST's voting policy, 2016.

³⁰⁶ NEST's voting policy, 2016, p. 4, How NEST applies our voting policy, Absatz 2.

³⁰⁷ NEST's voting policy, 2016, p. 4, How NEST applies our voting policy, Absatz 4.

³⁰⁸ Minerva Analytics, Monitoring Review of Shareholder Voting 2018, p. 16.

³⁰⁹ AP4 Sustainability and Corporate Governance Report 2017, p. 16.

³¹⁰ AP4 Annual Report 2018, p. 31: 32 Fälle.

³¹¹ AP7 Årsredovisning (Geschäftsbericht) 2018, S. 16, Black List schon seit 2001.

³¹² AP7 Årsredovisning (Geschäftsbericht) 2018, S. 35

³¹³ OECD Studie zu den größten Anteilseignern, De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019), "Owners of the World's Listed Companies", OECD Capital Market Series, Paris.

³¹⁴ *Bebchuk/Hirst* The Specter of the Giant Three, Boston University Law Review 99 (2019) 721.

Street und Vanguard. Passive Investoren stimmen in den USA seltener für Anträge von anderen Aktionären, sogenannt contested votes.³¹⁵

Allgemein wird auch für aktiv gemanagte Fonds in einem neuen internationalen Diskussionsbeitrag gefordert, dass Manager von Investmentfonds nicht in ESG-Angelegenheiten abstimmen sollten, sondern dass bei solchen Abstimmungen die Anleger selbst die Stimmrechte ausüben können sollten und die Fonds hierfür geeignete Mechanismen zur Verfügung stellen sollten.³¹⁶

3.7 Grundsatz der Ausübung von Stimmrechten

Mittel- und langfristig geboten ist das Ausüben von Stimmrechten, bei passiver Verwaltung kann bei grundsätzlicher Übereinstimmung der Corporate Governance-Richtlinien die Ausübung durch den Manager des extern verwalteten passiven Fonds erfolgen. Die Ausübung von Stimmrechten hat zentrale Bedeutung für die Corporate Governance. Dabei ist zwischen Routineentscheidungen in den Hauptversammlungen, wie der Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern, des Abschlussprüfers, der Entlastung der Organmitglieder und Abstimmungen über Vergütungspolitik und -berichte, sowie Sondersituationen wie Unternehmensübernahmen zu unterscheiden.

Der Träger des deutschen Standardproduktes sollte Leitlinien erarbeiten, die vom Verwaltungsrat nach einer Konsultation des Beirats verabschiedet werden sollten. Die Leitlinien können auf dem Kodex aufbauen, aber auch den Umstand angemessen berechtigen, dass die Kodexkommission die Interessen der Anleger bislang nicht vorrangig berücksichtigt und der Kodex häufig als Selbstregulierung der Unternehmen wahrgenommen wird. Gegebenenfalls bedarf es der Einflussnahme auf einen externen Vermögensverwalter, die Möglichkeit der Weisung in ausgesuchten Fällen sollte vorbehalten bleiben.

Die Entscheidung über die Art der Ausübung der Stimmrechte sollte grundsätzlich vom Vermögensverwalter getroffen werden. Vorgesehen werden kann wie im Vereinigten Königreich die Möglichkeit, davon abzuweichen: hierfür sollte an sich die Zuständigkeit des internen zuständigen Vermögensverwalters vorgesehen werden, ggf. des Vorstands. Grundsätzlich empfiehlt sich eine Entscheidung auf Verwaltungsebene, ggf. durch den Vorstand, in besonders gelagerten Ausnahmefällen mag auch eine Entscheidung durch den Verwaltungsrat unter Beiziehung des Beirats in Betracht kommen. Problematisch an einer Beteiligung des Verwaltungsrats ist die teilweise Aufgabe der mediatisierenden Wirkung der zweistufigen Organisationsverfassung, da dann doch unmittelbar von staatlichen Stellen ernannte Personen konkrete Geschäftsentscheidungen treffen.

Leitlinien bei der Bewertung könnten viele Fälle lösen, dabei hat die langfristige Wertentwicklung als Richtschnur zu gelten, insoweit wird regelmäßig die Einschätzung des professionellen Vermögensverwalters ausreichen.³¹⁷ Eine Befassung des gesamten Verwaltungsrats wird nur in seltenen Ausnahmefällen angemessen und möglich sein, ggf. ist sie bei politisch sensiblen Entscheidungen, insbesondere zu Fällen im Inland denkbar.

³¹⁵ *Brav/Liang/Li/Pinnington* Picking Friends Before Picking (Proxy) Fights: How Mutual Fund Voting Shapes Proxy Contests, ECGI Finance Working Paper 601/2019.

³¹⁶ *Griffith* Opt-in Stewardship, Towards an Optimal Delegation of Mutual Fund Voting Authority, ECGI Law Working Paper 463/2019, p. 55.

³¹⁷ *Griffith* Opt-in Stewardship, Towards an Optimal Delegation of Mutual Fund Voting Authority, ECGI Law Working Paper 463/2019, p. 34 ff.

Einem möglichen staatlichen Einfluss kann durch Beteiligung auch des Beirats und ein vorbereitendes Votum eines rein unabhängig besetzten Investitionsausschusses entgegengewirkt werden.

Politisch heikel sind insbesondere Zusammenschlüsse und Unternehmensübernahmen, bei denen auch Arbeitnehmer betroffen sein können, die zugleich in das staatlich organisierte Standardprodukt anlegen. Es können dann konfligierende Interessen und Einschätzungen vorliegen, insbesondere mit Blick auf den Erhalt von Arbeitsplätzen. Leitlinien sollten auch für die Entscheidung zu Übernahme Anhaltspunkte geben, so dass zumindest im Regelfall eine Entscheidung ohne Konsultation des Verwaltungsrats möglich ist. Grundsätzlich wird den Interessen der Gesamtheit der Anleger und damit dem Interesse an einer Wertsteigerung der Vorrang einzuräumen sein. Betroffen ist aber auch die Thematik Environmental Social Governance (ESG), so dass auch bei einer Unternehmensübernahme absehbare Auswirkungen auf Arbeitsplätze nicht außer Acht gelassen werden können.

Eventuell könnte dem Beirat ein Letztentscheidungsrecht über Fragen der Corporate Governance, Stimmrechtsausübung, Stewardship und Environmental Social Governance (ESG) zugewilligt werden. Möglich erscheint es auch, einen Ausschuss des Beirats einzurichten, der sich mit solchen Fragen beschäftigt. Der Beirat könnte in Einzelfällen auf eine gespaltene Abstimmung hinwirken. Dabei käme dann auch in begründeten Ausnahmefällen eine Abstimmung nach der Präferenz der Vorsorgenden in Betracht, wenn diese direkt betroffen sind, insbesondere bei Unternehmenszusammenschlüssen, dies entsprechend dem Anteil am gesamten verwalteten Vermögen.

Die zunehmende Bedeutung institutioneller Investoren wirft allgemein die Frage nach der Beteiligung der Aktionäre an der Corporate Governance der Gesellschaft auf. Während die Aktionäre nach deutscher Aktienrechtstradition ihre Rechte in der Hauptversammlung wahrnehmen,³¹⁸ wird international Wert auf eine über die Stimmabgabe in der Hauptversammlung und dort gestellte Fragen und Anträge hinausgehende Beteiligung gelegt. Aktionäre sollen die Gesellschaft auch zwischen den Jahreshauptversammlungen begleiten und bei Unzufriedenheit angenommene Probleme ansprechen, statt die gehaltenen Aktien auf dem Markt zu verkaufen. Einer der international führenden Gesellschaftsrechtler erwägt ein festes Budget für Stewardship für passiv investierende Fonds (konkret für die Big Three).³¹⁹

Allgemeine Bedeutung haben die UN-Prinzipien für verantwortliches Investieren,³²⁰ weiter die Global Stewardship Principles des International Corporate Governance Network.³²¹ Nationale Stewardship Codes wurden zunächst im Vereinigten Königreich erlassen,³²² aber auch etwa in Japan,³²³ in den Niederlanden,³²⁴ in Italien,³²⁵ und in Dänemark.

³¹⁸ Dazu auch § 118 AktG.

³¹⁹ *Bebchuk/Hirst* Index funds and the future of corporate governance: Theory, evidence, and policy, Columbia Law Review 119 (2019), forthcoming, im SSRN-paper p. 97.

³²⁰ United Nations Principles for Responsible Investment, UNPRI.

³²¹ <http://icgn.flpbks.com/icgn-global-stewardship-principles/files/extfile/DownloadURL.pdf>.

³²² UK Stewardship Code 2010, Neufassungen 2012, 2020.

³²³ Japan Stewardship Code, <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20170529/01.pdf>.

³²⁴ Dutch Stewardship Code, <https://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/best-practices/2018-07-dutch-stewardship-code-final-version.pdf>.

³²⁵ https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/principi_ita_stewardship072019.pdf.

Als Branche haben sich die europäischen Investmentfonds auf Stewardship Principles geeinigt.³²⁶ Auch für Deutschland wird ein Stewardship-Kodex vorgeschlagen,³²⁷ praktisch bedeutsam sind entsprechende Leitlinien. Kontrovers diskutiert wird insbesondere der Dialog mit dem Aufsichtsrat.³²⁸ Der Deutsche Corporate Governance Kodex regt an, dass der Aufsichtsratsvorsitzende für einen solchen Dialog zur Verfügung steht. Eventuell könnte dem Beirat ein Letztentscheidungsrecht über Fragen der Corporate Governance, Stimmrechtsausübung, Stewardship und Environmental Social Governance (ESG) zugebilligt werden.

3.8 Kontoverwaltung, automatische Einbeziehung, Information und Beratung

Wird dem Träger des staatlich organisierten Standardproduktes auch die Kontenverwaltung übertragen, kann diese wie international üblich auf einen privaten Finanzdienstleister delegiert werden. Damit wird nicht nur der staatliche Einfluss beschränkt, es werden auch die Vorsorgenden zusätzlich vor einem staatlichen Zugriff auf die Vorsorgekonten geschützt.

Sofern der Träger bestimmte sozialversicherungspflichtig Beschäftigte oder allgemein alle Erwerbstätigen in das Standardprodukt automatisch einbeziehen soll, liegt eine Übertragung auch der automatischen Einbeziehung nahe. Der mit der Kontenverwaltung beauftragte private Finanzdienstleister sollte auch für die praktische Durchführung der automatischen Einbeziehung zuständig sein.

Die Information der Vorsorgenden hat in allgemeiner Form durch den Träger des staatlich organisierten Standardproduktes zu erfolgen. Wie bei sonstigen Altersvorsorgeträgern ist ein Geschäftsbericht zu erstellen. Allerdings erscheint eine lediglich jährliche Information unzureichend, es sollte zumindest vierteljährlich über die Entwicklung der Vermögensanlage berichtet werden. Eine eigentliche Beratung sollte durch Dritte erfolgen.

VI. KONTROLLE DURCH DEN MARKT

1. EFFIZIENZ DER RELEVANTEN MÄRKTE

Eine Kontrolle durch den Markt setzt einen effizienten Wettbewerb voraus.³²⁹ Hierfür ist zunächst der relevante Markt näher zu bestimmen. Im Vereinigten Königreich erfolgt die Auswahl des Pension Scheme durch den Arbeitgeber, relevanter Markt ist der Markt für Betriebsrenten. Hieran hat sich der Gesetzgeber im Vereinigten Königreich orientiert. Es sollte auch kleinen Arbeitgebern und Geringverdienern die Möglichkeit gegeben werden, zu vergleichbaren Konditionen wie andere Arbeitgeber und Arbeitnehmer eine Betriebsrente abschließen zu können. Die Gesamtkosten von NEST entsprechen etwa den

³²⁶ http://www.efama.org/Publications/Public/Corporate_Governance/EFAMA%20Stewardship%20Code.pdf

³²⁷ Hein Die Stewardship-Verantwortung institutioneller Investoren, 2018.

³²⁸ Dazu Leitsätze für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat, Fassung vom 5. Juli 2016.

³²⁹ Zur Ineffizienz von Märkten aktuell Judge The New Mechanisms of Market Inefficiency, ECGI Law Working Paper No. 480/2019, zur Präferenz sicherer Anlagen S. 18.

Angeboten für größere Arbeitgeber am Markt. Für größere Arbeitgeber existiert ein effizienter Markt für Pension Schemes mit attraktiven Angeboten, NEST soll ein kleine Arbeitgeber und Geringverdiener betreffendes Marktversagen korrigieren. Durch höhere Partizipationsraten an Pension Schemes und eine entsprechende Indienstnahme der zweiten Säule des britischen Alterssicherungssystems soll es ermöglicht werden, dass die Renteneinkommen insgesamt steigen.

In Schweden soll durch die Prämienrente die gesetzliche Rente um eine kapitalgedeckte Komponente ergänzt werden. Das staatlich organisierte Standardprodukt AP7 ist in der Prämienrente angesiedelt, die so den relevanten Markt darstellt. Besonderheit der Situation in Schweden ist, dass dieser Markt gemeinsam mit dem staatlich organisierten Standardprodukt geschaffen wurde. Dabei wurden die Administration der Konten und die Vermögensanlage getrennt, die Administration der Konten erfolgt zentral für alle zur Prämienrente zugelassenen Produkte. Dadurch ist es möglich, zugleich besondere Konditionen in Form von Preisnachlässen zu verhandeln. Das schwedische Produkt steht im Wettbewerb mit mehreren hundert privaten Fonds, zeigt sich dabei allerdings sehr wettbewerbsstark, sowohl hinsichtlich der Kosten als auch hinsichtlich der erzielten Rendite.

In Deutschland steht anders als in Großbritannien nicht das Schaffen gleicher Voraussetzungen für die Altersvorsorge der Arbeitnehmer in kleinen Unternehmen sowie von Geringverdienern im Vordergrund. Steuerlich geförderte Produkte der individuellen privaten Altersvorsorge leiden unter hohen Kosten und geringen Renditen, es fehlt an einem effizienten Markt und Wettbewerb. Politisch zu entscheiden ist darüber, ob zugleich mit der Einführung eines staatlich organisierten Standardproduktes die Voraussetzungen für einen effizienten Markt auf dem Gebiet der individuellen privaten Altersvorsorge geschaffen werden sollen. Dabei wird davon auszugehen sein, dass für einen effizienten Markt vergleichbare Produkte verfügbar sein müssen. Für Deutschland stellt sich die Frage, ob nach schwedischem Vorbild ein gemeinsamer Markt für individuell ausgewählte Altersvorsorgeprodukte ohne Garantien geschaffen werden sollte. Dafür bedarf es eines Kosten- und Renditevergleichs mit privaten Anbietern sowie einer Ausstiegsmöglichkeit aus dem staatlich organisierten Standardprodukt.

Für das britische Standardprodukt NEST sind die Kosten zunächst festgesetzt, sie liegen bei 0,3 Prozent des verwalteten Vermögens sowie bei 1,8 Prozent der Einzahlungen, was einer Gesamtkostenquote von etwa 0,5 Prozent entspricht.³³⁰ In Schweden werden die Kosten des staatlichen Standardproduktes in den Rentenberichten explizit mit den Kosten privater Fonds bzw. des gesamten Marktes verglichen.³³¹ Der Kostenvergleich mit privaten Anbietern diszipliniert und führt dazu, dass das schwedische Standardprodukt auch im internationalen Vergleich sehr kostengünstig agiert.

Neben der Veröffentlichung der Kosten tritt sowohl im Vereinigten Königreich als auch in Schweden eine Veröffentlichung der Ergebnisse der Vermögensverwaltung. Im Vereinigten Königreich erfolgt dies durch vierteljährliche Berichte.³³² In Schweden werden die Renditen des staatlichen Standardproduktes in den Rentenberichten explizit mit den Renditen privater Fonds bzw. des gesamten Marktes verglichen.³³³ Angezeigt wird ein

³³⁰ Dazu schon oben I.2.2.

³³¹ Zuletzt der Orange Report 2018.

³³² NEST Quarterly Investment Reports.

³³³ Zuletzt der Orange Report 2018.

solcher Vergleich auch tagesaktuell auf der Webseite des staatlich organisierten Standardproduktes AP7,³³⁴ möglich ist dies, da anders als im Vereinigten Königreich eine Anlage nur in zwei Fonds erfolgt.

Ein Renditevergleich mit privaten Anbietern diszipliniert, dies insbesondere, wenn die Vorsorgenden selbst die Anlageentscheidung treffen. In Schweden besteht eine große Auswahl, jedenfalls lange Zeit konnte aus mehr als 800 verschiedenen Fonds gewählt werden. Auch wenn die große Zahl Gegenstand von Kritik war,³³⁵ so zeugt sie doch von großer Auswahl. Die Vorsorgenden können jederzeit entscheiden, die Gelder künftig nicht mehr bei AP7 anzulegen.³³⁶ Im Vereinigten Königreich besteht aufgrund der Auswahl des Anbieters eines Pension Scheme durch den Arbeitgeber keine eigentliche Ausstiegsmöglichkeit der Arbeitnehmer. Wählt der Arbeitgeber NEST, so kann allerdings zwischen den dort angebotenen Anlagealternativen gewählt werden.

2. AUSWAHLARCHITEKTUR UND MARKTDESIGN

Allein eine große Auswahl führt noch nicht dazu, dass die Vorsorgenden aktiv eine Auswahlentscheidung treffen. Im verhaltensökonomischen Schrifttum wird gerade auf die hohe Zahl zur Auswahl stehender Fonds verwiesen, um die geringe Zahl aktiver Entscheidungen zu erklären.³³⁷ In Schweden wird aktuell eine Reform des dortigen Prämienrentensystems vorgeschlagen, die nicht zuletzt den Vorsorgenden eine Wahl erleichtern soll, die eine solche treffen möchten.³³⁸ Eingeführt werden soll eine Auswahlarchitektur (choice architecture) mit dem Standardprodukt als Ausgangspunkt und der Möglichkeit eigener Wahl zunächst einer Risikoklasse und sodann von Fondskategorien und einzelnen zur Auswahl stehenden Fonds.

In Deutschland würde mit einer Auswahlarchitektur zugleich der Markt für Altersvorsorgeprodukte strukturiert. Eine moderne Architektur individueller privater Vorsorge kommt ohne ETF-Indexfonds nicht aus. International basieren nicht nur die staatlich organisierten Standardprodukte auf kostengünstigen und renditestarken ETF-Indexfonds, auch der besonders kostengünstige US-amerikanische Thrift Savings Fund basiert auf ETF.³³⁹ Eine moderne Auswahlarchitektur kann so nicht auf bisher steuerlich geförderte individuelle Altersvorsorgeprodukte beschränkt bleiben oder auf Produkte mit abgesenkten Garantieverprechen beschränkt werden. Internationaler Standard ist die steuerliche Förderung auch von Produkten ohne Garantie.

Zur Erleichterung der Auswahl erscheint es geboten, zwischen Produkten ohne Garantie, mit teilweisen Garantien und mit einer Garantie mindestens der Auszahlung der eingezahlten Beiträge zu unterscheiden. Innerhalb der Produkte ohne Garantie wäre weiter

³³⁴ <https://www.ap7.se/>.

³³⁵ Dazu sogleich VI.2.

³³⁶ <https://www.pensionsmyndigheten.se/other-languages/english-engelska/english-engelska/ap7-safa-and-the-state-fund-portfolios>.

³³⁷ *Cronquist/Thaler/Yu* When Nudges are Forever: Inertia in the Swedish Premium Pension Plan, 2018, SSRN, p. 11.

³³⁸ Ett bättre premiépensionssystem, November 2019, SOU 2019:44, p. 62-67, sodann p. 799-856: Objective and choice architecture for the premium pension system.

³³⁹ Zur Bedeutung der Kosten in Deutschland *Markus Roth* Einfacher Zugang zu kostengünstiger privater Altersvorsorge, Automatische Einbeziehung in ein staatlich organisiertes Standardprodukt, 2019, auch *Börsch-Supan/Roth/Wagner* BMAS Forschungsbericht 494, 2017.

zwischen Produkten mit passiver Anlagestrategie und Investmentfonds mit einem aktiven Ansatz zu unterscheiden.

Auf einer ersten Auswahlebene sollten der Standardoption vergleichbare Produkte angeboten werden,³⁴⁰ in Deutschland also eine aktienbasierte weltweit diversifizierte Anlage auf Grundlage von ETF. Bislang bestehen bereits ETF-Sparpläne, die dem staatlichen Standardprodukt grundsätzlich entsprechen, gegebenenfalls aber um eine Lebenszykluskomponente ergänzt werden sollten. Vergleichbarkeit wird sich allerdings insbesondere über die Aktienanlage herstellen lassen.

Die weitere Ausgestaltung der Auswahlarchitektur wäre zu entwickeln, sie soll hier nur beispielhaft angedeutet werden und könnte zunächst stärker als in Schweden auf die Kosten der Vorsorge ausgerichtet sein. Alternativ könnte wie in Schweden zunächst auf das Risiko abgestellt werden.

Ebenfalls in der Kategorie der ETF aber auf einer zweiten Ebene könnten ETF-Mischfonds angeboten werden, auf einer dritten Ebene sodann ETF-Rentenfonds. Weiter unterteilt werden könnten die Fonds nach den jeweiligen Chancen- und Risikoklassen, gegebenenfalls auch in einer Matrix unter Berücksichtigung der Kosten. Als Investmentfonds, allerdings als teilweise aktiv gemanagte Fonds, könnten auf einer vierten Auswahlebene sodann dem schwedischen Standardprodukt entsprechende ETF mit aktiver Komponente angeboten werden: AP7 strebt an, den Vergleichsindex, den MSCI World um zwei Prozent zu übertreffen.

In eine zweite Kategorie könnten sodann entsprechende Fonds ohne Garantien zu ein-geordnet werden, dabei könnten auf einer ersten Ebene aktiv gemanagte Aktienfonds angeboten werden, auf einer zweiten Ebene aktiv gemanagte Rentenfonds. Bei den aktiv gemanagten Fonds wäre ebenfalls eine Unterteilung nach Chancen- und Risikoklassen vorzunehmen,³⁴¹ zusätzlich aber zwingend eine Unterteilung nach Kostenklassen vorzunehmen. Bei den jeweiligen Fonds wäre zugleich ein Vergleichs-ETF anzugeben sowie das angestrebte Alpha und der Grad der Zielerreichung in der Vergangenheit zu nennen.

In eine dritte Kategorie könnten weiterentwickelte Riester-Produkte mit Teilgarantie ein-geordnet werden, hierzu zählen neben Investmentfonds mit der Garantie der Rückzahlung eines Teils der eingezahlten Beiträge insbesondere Versicherungsprodukte. Eine vierte Kategorie könnten sodann klassische Riester-Produkte mit der Garantie der eingezahlten Leistungen bilden, insbesondere entsprechende Investmentfonds und Versicherungsprodukte. Bei Produkten, die zumindest einen Teil der eingezahlten Beiträge garantieren, ist ein besonderer Fokus auf Renditeklassen und die Kosten von Garantien zu legen, die eigentlichen Verwaltungskosten sollten wegen des renditemindernden Aspektes von Garantien separat ausgewiesen werden.

³⁴⁰ So auch für Schweden Ett bättre premiepensionssystem, November 2019, SOU 2019:44, p. 845.

³⁴¹ Hierauf stärker fokussierend die schwedische Reform, dort besteht allerdings bereits ein kostengünstiges System, Börsch-Supan/Roth/Wagner BMAS Forschungsbericht 494, 2017, S. 16 ff, 24 ff.

ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE UND EMPFEHLUNGEN

Der Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv) sowie das Bundesland Hessen fordern die Einrichtung eines staatlich organisierten Standardproduktes (Extrarente, Deutschland-Rente) für die private Altersvorsorge. International bestehen solche Standardprodukte etwa in Schweden (AP7), im Vereinigten Königreich (NEST) und nun auch in Kalifornien (CalSavers). Möglich ist ein Standardprodukt in der ersten, der zweiten und der dritten Säule des Alterssicherungssystems. In Schweden (erste Säule) ist das Standardprodukt in eine obligatorische kapitalgedeckte Alterssicherung eingebunden, im Vereinigten Königreich (zweite Säule) und in Kalifornien (dritte Säule) werden Vorsorgende automatisch in das Standardprodukt einbezogen.

Ein staatlich organisiertes Standardprodukt ist von einem Staatsfonds zu unterscheiden und vor staatlichem Zugriff sowie vor staatlicher Einflussnahme zu schützen. Für diesen Schutz kann auf die internationalen Erfahrungen und Praktiken zurückgegriffen werden. Soweit ersichtlich, wurde auf die Träger in Schweden, im Vereinigten Königreich sowie in Kalifornien bislang kein unangemessener staatlicher Einfluss ausgeübt. Träger staatlich organisierter Standardprodukte verfolgen nur der Alterssicherung dienende Zwecke.

Bei Einführung eines staatlich organisierten Standardproduktes in Deutschland sind zunächst die Aufgaben des Trägers festzulegen. Ein oftmals diskutierter direkter Zugriff des Staates auf die Vorsorgegelder ist bereits nach Art.14 Grundgesetz ausgeschlossen. Allerdings sind darüber hinaus auch Weisungen des Staates auszuschließen, die etwa bei Anbindung an ein Ministerium erfolgen könnten. Instrumente zur Beschränkung des staatlichen Einflusses sowie zum Umgang mit Interessenkonflikten sind insbesondere eine Organisationsverfassung mit einem unabhängig besetzten Verwaltungsrat, einem hauptamtlichen Vorstand und einem Beirat, eine staatsunabhängige Verwaltung und Anlage sowie eine Kontrolle durch den Markt.

1. FESTLEGEN DER AUFGABEN DES TRÄGERS

Über die Aufgaben des Trägers eines staatlich organisierten Standardproduktes ist politisch zu entscheiden. Zu den Aufgaben des Trägers zählen in jedem Fall die Vermögensanlage sowie die Information der Vorsorgenden. Weiter kann dem Träger die Kontenführung übertragen werden. Diskutiert wird neben der Einführung eines Standardproduktes auch ein höheres Maß an Verbindlichkeit kapitalgedeckter Alterssicherung, etwa durch eine automatische Einbeziehung oder eine obligatorische kapitalgedeckte Altersvorsorge. Auch die Durchführung einer solchen automatischen Einbeziehung kann dem Träger eines Standardproduktes übertragen werden.

2. SCHUTZ VOR EINEM ZUGRIFF DES STAATES UND KONTROLLE

Die Vorsorgenden werden vor einem Zugriff des Staates auf die beim Standardprodukt angelegten Altersvorsorgevermögen durch die Eigentumsgarantie des Art. 14 Grundgesetz geschützt. Weiter sind wie bei der Deutschen Bundesbank Weisungen des Staates an den Träger des Standardproduktes explizit auszuschließen. Verstärkt wird dieser Schutz, wenn die Vermögensverwaltung und die Zahlungsabwicklung durch externe, private Dienstleister erfolgt.

Allerdings bedarf es im Interesse der Vorsorgenden einer hinreichenden Kontrolle des Trägers. International wird diese jeweils durch eine Anbindung an ein Ministerium abgebildet. Als mit einer Rechtsaufsicht befasstes Ministerium kommen bei einer Ansiedlung des Standardproduktes in der dritten Säule des deutschen Alterssicherungssystems insbesondere das Bundesministerium der Finanzen sowie das Bundesministerium für Arbeit und Soziales in Betracht. Bei dieser politischen Entscheidung über die Anbindung an ein Ministerium ist insbesondere der letztendliche Zweck eines Standardproduktes zu berücksichtigen.

3. ADRESSIEREN VON INTERESSENKONFLIKTEN

Darüber hinaus sind Interessenkonflikte des Staates bei Anlageentscheidungen und Finanzierung des Standardproduktes zu bedenken und zu adressieren. Der Staat hat neben dem Interesse an einer auskömmlichen Alterssicherung auch ein Interesse an günstiger Finanzierung der Kreditaufnahme. Das Interesse des Staates an einer prosperierenden Wirtschaft kann zu Industriepolitik und dem Wunsch auf Einflussnahme auf unternehmerische Entscheidungen führen, auch zu einer spezifischen Ausübung von Eigentümerrechten an Unternehmen.

Grundsätzliche Strategien zur Bewältigung von Interessenkonflikten sind die Interessenwahrungspflicht und Unabhängigkeit. Weisungen des Staates können ausgeschlossen werden, weiter können Anforderungen an die zu bestellenden Organmitglieder vorgesehen werden, namentlich Anforderung an die Eignung und Unabhängigkeit. Der Einfluss bestimmter Personen kann durch Inkompatibilitäts- und Inhabilitätsvorschriften ausgeschlossen oder eingeschränkt werden. Schließlich kann der Handlungsspielraum durch gesetzliche Vorschriften eingeschränkt und können Wettbewerbsverbote vorgesehen werden.

Bei der Ausgestaltung des Trägers wird zu prüfen sein, ob auch ohne einen größeren Kredit zu Beginn der Geschäftstätigkeit akzeptable Gebühren erreicht werden können, etwa durch eine langfristige Vergabe der Kontenadministration oder der Möglichkeit des Wechsels mit bestehenden Altersvorsorgeverträgen und so höheren durchschnittlichen Vermögenswerten. Ein Verzicht auf hohe Kredite würde zur Unabhängigkeit des Trägers von staatlichem Einfluss beitragen und eine staatsferne Organisation des Trägers erleichtern.

Die Interessenkonflikte des Staates sind auch bei der Ausarbeitung der Anlagegrundsätze zu berücksichtigen. Dem Interesse des Staates an einer günstigen Kreditaufnahme könnte mit einem Verbot der Anlage in deutsche Staatsanleihen begegnet werden. Denkbar ist weiter eine Beschränkung der Anlagen mit Blick auf ein mögliches Interesse des Staates an einer aktiven Industriepolitik. In Betracht zu ziehen sind ein Verbot der Anlage des verwalteten Vermögens in Aktien inländischer Unternehmen sowie Schutzmechanismen.

4. ZWEISTUFIGE ORGANVERFASSUNG MIT VERWALTUNGSRAT UND VORSTAND

Die erwogene öffentlich-rechtliche Organisation des Trägers ermöglicht einen international üblichen Verwaltungsrat, den das deutsche Aktienrecht derzeit noch nicht wieder zulässt. Die Organisationsverfassung des Trägers sollte so entsprechend dem im öffentlichen Finanzsektor vorherrschenden dualistischen Modell mit einem Verwaltungsrat und

einem Vorstand ausgestaltet werden. Es sollte jeweils eine marktübliche Vergütung gezahlt werden, die sich nicht im oberen Viertel des Vergütungsrahmens bewegen sollte, aber die Gewinnung fachkundigen und in der Leitung vergleichbarer Organisationen erfahrenen Personals ermöglicht und aussichtsreich erscheinen lässt.

Der Verwaltungsrat ist für die Leitlinien der Geschäftstätigkeit und die Überwachung der Geschäftsführung zuständig, nicht für das Tagesgeschäft. Entsprechend der Rechtslage etwa bei der KfW ist aber im Einzelfall eine Weisung möglich. Grundsätzlich arbeiten kleine Gremien effizienter als größere, insoweit mag der schwedische Fonds AP7 mit neun Mitgliedern als Orientierung dienen, es könnte ein Rahmen zwischen sieben und zwölf Mitgliedern vorgesehen werden, bei einer geraden Anzahl an Mitgliedern ist an ein Zweitstimmrecht des Vorsitzenden zu denken. Anders als ein Aufsichtsrat ist ein Verwaltungsrat nicht auf die Zustimmung zu Vorschlägen des Vorstands beschränkt, sondern kann selbst Leitlinien für die Vermögensanlage entwickeln und dem Vorstand verbindlich vorgeben.

Für die Geschäftsführung sowie die Fremdvergabe ist der Vorstand zuständig. Dabei sollte das Managementteam aus mehr als einer Person bestehen. Bei NEST können die Funktionen aus der Außensicht nicht immer ohne weiteres unterschieden werden, auch erscheint das Team mit insgesamt zehn Personen recht groß. Besser geeignet erscheint eine Zielgröße von fünf bis sieben Personen mit einem Vorsitzenden sowie mit besonderen mit einer Person verknüpften Ressorts für Vermögensanlage, Leitung der Verwaltung und für Kommunikation, gegebenenfalls zusammen bei einer Person angesiedelt werden könnten die Ressorts für Risiko und Compliance.

Weiter sollte ein Beirat zur Vertretung der Mitglieder eingerichtet werden. Dieser muss nicht nur aus über das Standardprodukt vorsorgenden Personen bestehen, bei NEST spart nur eine Minderheit der Mitglieder des Members Penal mit NEST auch für das Alter. Der Beirat sollte insbesondere die Unabhängigkeit des staatlich organisierten Standardproduktes sicherstellen, die international durch entsprechende Traditionen etwa des Trust-Rechts gewährleistet ist. Der Beirat sollte im Rahmen dieser Kontrollfunktion etwa bei der Bestellung von Verwaltungsratsmitgliedern konsultiert werden, darüber hinaus etwa bei der Ausarbeitung von Anlagerichtlinien beteiligt werden. Funktion des Beirats ist insbesondere die Sicherstellung der Akzeptanz des staatlich organisierten Standardproduktes.

Die Besetzung der Organe sollte jeweils mit primärem Fokus auf die Sachkunde und die Fähigkeit erfolgen, zur Verwaltung des Trägers des staatlich organisierten Standardproduktes beizutragen. Der Verwaltungsrat sollte hinreichend unabhängig sein, dem Vorstand nicht mehr als zwei ehemalige Angehörige der öffentlichen Verwaltung angehören. Auch dem Verwaltungsrat sollten keine Personen angehören, die aktuell in der öffentlichen Verwaltung tätig sind, die Gesamtzahl ehemals in der öffentlichen Verwaltung tätiger Personen sollte entsprechend der Praxis in Schweden auf ein Drittel begrenzt werden. Die Verwaltungsratsmitglieder sollten langjährige Erfahrung in der Finanzindustrie haben, sofern der Zweck des Trägers nicht nur auf die Erzielung einer hohen Rendite gerichtet ist, sondern auch sozialpolitische Ziele einschließt, ist dem Rechnung zu tragen. Dies gilt insbesondere, wenn das Ziel einer hohen Beteiligung von Niedrigverdienern erreicht werden soll.

5. STAATSUNABHÄNGIGE VERWALTUNG UND ANLAGE

Im Sinne einer kostengünstigen Altersvorsorge erscheint es angemessen, dass der Träger nur seine Kernaufgaben wie die Festlegung der Anlagestrategie zur Erzielung des vorgegebenen Ziels selbst wahrnimmt und etwa die eigentliche Vermögensverwaltung an externe Dienstleister delegiert. Delegiert werden kann weiter die Kontenverwaltung. Das Standardprodukt sollte wie international üblich darauf ausgelegt sein, wesentliche Expertise einzukaufen und Funktionen, insbesondere in der Vermögensverwaltung und in der Administration der Konten durch Dritte wahrnehmen zu lassen. Für eine Fremdvergabe sind die entsprechenden Regeln insbesondere des Vergaberechts zu beachten. Ermöglicht werden so eine schlanke Organisation und niedrige Kosten.

Der Verwaltungsrat sollte Richtlinien insbesondere für die Vermögensanlage erlassen, die Durchführung der Vermögensanlage sollte durch den Vorstand bzw. ein Investmentteam sowie unter Berücksichtigung des Vergaberechts durch externe Vermögensverwalter erfolgen. Der Verwaltungsrat sollte weiter Richtlinien zur Risikostrategie, zur ESG-Strategie und zum Umgang mit Interessenkonflikten erlassen, schließlich Corporate Governance-Grundsätze. Die Transparenz dieser Richtlinien und Grundsätze schafft Vertrauen in die Arbeitsweise des Standardproduktes.

Vorzusehen ist das Ausüben von Stimmrechten und ein Konfliktlösungsmechanismus für problematische Fälle. Der Träger sollte seine Eigentümerrechte wahrnehmen und damit zur langfristigen Wertsteigerung der Unternehmen beitragen, in die er investiert. Bei Unternehmensübernahmen, die einige Vorsorgende nicht nur als Anleger, sondern auch als Arbeitnehmer betreffen, wird grundsätzlich den Interessen der Gesamtheit der Anleger und damit dem Interesse an einer Wertsteigerung der Vorrang einzuräumen sein. Einer angemessenen Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen steht das nicht entgegen. Möglich ist auch die Beteiligung eines Beirats, in dem auch Arbeitnehmer vertreten sind.

6. KONTROLLE DURCH DEN MARKT

Bei Einführung eines staatlich organisierten Standardproduktes wird zu erwägen sein, ob zugleich die Effizienz des Marktes für privat organisierte Produkte der individuellen privaten Altersvorsorge in den Blick genommen werden soll. Vorbild hierfür könnten neben fortlaufenden Rendite- und Risikovergleichen zwischen dem staatlich organisierten Standardprodukt und privaten Fonds auch aktuelle Reformbestrebungen in Schweden sein. Dort soll durch eine Auswahlarchitektur nach Risikoklasse, Fondskategorie und so dann den jeweiligen Fonds die aktive Wahl von Vorsorgeprodukten angeregt werden. In Deutschland könnte so und durch einen Verzicht auf Garantien ein effizienter Markt für Vorsorgeprodukte entstehen. Der Aufbau der Auswahlarchitektur sollte sich an der Wahrscheinlichkeit eines auskömmlichen Alterseinkommens und damit an den Renditewahrscheinlichkeiten orientieren. Ausgangspunkt sollte deshalb wie in Schweden das staatlich organisierte Standardprodukt sein, weiter sind neben Risikoklassen und Fondskategorien insbesondere die Kosten zu berücksichtigen.

LITERATURVERZEICHNIS

Bamzai, Aditya, Traft, Frankfurter, and the first presidential for-cause removal, *University of Richmond Law Review* 52 (2018) 691 – 748.

Bebchuk, Lucian A./Hirst, Scott, Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy, *Columbia Law Review* 119 (2019) 2029 – 2145.

Bebchuk, Lucian/Hirst, Scott, The Specter of the Giant Three, *Boston University Law Review* 99 (2019) 721 – 741.

Birdthistle, William A., *Empire of the Fund*, 2016.

Brav, Alon/Jiang, Wei/Li, Tao/Pinnington, James, Picking Friends Befor Picking (Proxy) Fights: How Mutual Fund Voting Shapes Proxy Contests, *ECGI – Finance Working Paper No. 601/2019*, 2019.

Beck'scher Vergaberechtskommentar, Band 1: Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen – GWB 4. Teil, 3. Auflage, 2017.

Bork, Reinhard/Schäfer, Carsten, *GmbHG Kommentar*, 4. Auflage, 2019.

Cronqvist, Henrik/Thaler, Richard H./Yu, Frank, When Nudges are Forever: Inertia in the Swedish Premium Pension Plan, *AEA Papers and Proceedings*, 108 (2018), SSRN 3099886.

Erhag, Thomas, Country Report on Sweden in: *Becker, Ulrich/Pieters, Danny/Ross, Riso/Schoukens, Paul (eds.)*, *Security: A General Principle of Social Security Law in Europe*, 2010.

Gal, Jens/Sehrbrock, David, Verfahrens- und materiellrechtliche Anforderungen an die vorzeitige Abberufung von Vorstandsmitgliedern der Deutschen Bundesbank, *Archiv des öffentlichen Rechts (AöR)*, 137 (2012) 360-400.

Großkommentar zum Aktiengesetz, Band 5: §§ 95-116, Hirte, Heribert/Mülbert, Peter O./Roth, Markus (Hrsg), 5. Auflage 2019.

Griffith, Sean J., Opt-In Stewardship: Toward an Optimal Delegation of Mutual Fund Voting Authority, *ECGI – Law Working Paper No. 462/2019*, 2019.

Grundmann, Stefan, *Der Treuhandvertrag – insbesondere die werbende Treuhand*, 1997.

Häde, Ulrich, Zur Abberufung von Vorstandsmitgliedern der Deutschen Bank, *Wertpapier-Mitteilungen (WM)* 2005, 205-214.

Hanau, Peter/Arteaga, Marco, Die „reine“ Beitragszusage soll kommen, In: *Der Betrieb (DB)*, 2019, 615-621.

Hanau, Peter/Arteaga, Marco, Rechtsgutachten zu dem „Sozialpartnermodell Betriebsrente“ des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales, März 2016.

Hanau, Peter/Arteaga, Marco, Wie sieht die Zukunft der betrieblichen Altersversorgung aus?, *Der Betrieb (DB)*, 2019, 2183 – 2187.

Hein, Hauke, *Die Stewardship-Verantwortung institutioneller Investoren: Plädoyer für einen aktienrechtkonformen Deutschen Stewardship Kodex*, 2018.

Hopt, Klaus J., Der Aufsichtsrat – Bedeutungswandel, Konvergenz, unternehmerische Mitverantwortung, Pflichten- und Haftungszuwachs –, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR) 2019, 507-543.

Immenga Ulrich/Mestmäcker, Ernst-Joachim/Körber, Torsten, Wettbewerbsrecht, Band 2, GWB/Teil 1 Kommentar zum Deutschen Kartellrecht, 5. Auflage 2014.

Jordà, Òscar/Knoll, Katharina/Kuvshinov, Dmitry/Schularick, Moritz/Taylor Alan M., The Rate of Return on Everything, 1870-2015, The Quarterly Journal of Economics vol. 124, issue 3 (August 2019) 1225-1298.

Judge, Kathryn, The New Mechanisms of Market Inefficiency, ECGI Law Working Paper No. 480/2019, October 2019.

Krauskopf, Bernd/Freimuth, Christof, Vorzeitige Abberufung von Vorstandsmitgliedern der Deutschen Bundesbank – Eine Erwiderung auf Häde, Zur Abberufung von Vorstandsmitgliedern der Deutschen Bundesbank, WM 2005, 205, Wertpapier-Mitteilungen (WM) 2005, 1297-1299.

Kumpan, Christoph, Der Interessenkonflikt im Deutschen Privatrecht – Eine Untersuchung zur Fremdinteressenwahrung und Unabhängigkeit, 2014.

Lueg, Thomas/Schwark, Peter, Staatsfonds in der individuellen Alterssicherung – kein Modell für Deutschland, in: Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, Jan. 2019, 88. Jahrgang, 123-140.

Merkt, Hanno, Unternehmensleitung und Interessenkollision, In: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR), 159 (1995), 423-453.

Pildes, Richard H./Sunstein Cass R., Reinventing the Regulatory State. In: The University of Chicago Law Review vol. 62 (1995) 1-129.

Roth, Markus, Private Altersvorsorge: Betriebsrentenrecht und individuelle Vorsorge – eine rechtsvergleichende Gesamtschau, 2009.

Schmähl, Winfried, Alterssicherungspolitik in Deutschland – Vorgeschichte und Entwicklung von 1945 bis 1998, 2018.

Schubert, Werner/Hommelhoff, Peter, Hundert Jahre modernes Aktienrecht – Eine Sammlung von Texten und Quellen zur Aktienrechtsreform 1884 mit zwei Einführungen, 1985 (Reprint 2012).

Staub's Kommentar zum Handelsgesetzbuch, 14. Auflage 1933, Zweiter Band: §§ 178-342.

Stiftung Warentest, Nur mit Geld vom Staat, *Finanztest* 2017, Heft 10, S. 28.

Berichte, Denkschriften und Statistiken

Australian Government Productivity Commission, Superannuation: Assessing Efficiency and Competitiveness, No. 91, 21 December 2018.

AP7 - Årsredovisning 2009, 2014, 2017, 2018, 2019 (Geschäftsbericht).

AP4 – Sustainability and Corporate Governance Report 2017.

AP4 – Annual Report 2018.

Bundesministerium für Arbeit und Soziales, BMAS Forschungsbericht Nr. 494: Altersvorsorge im internationalen Vergleich: Staatliche Produkte für die zusätzliche Altersvorsorge in Schweden und dem Vereinigten Königreich, November 2017, Autoren Börsch-Supan, Axel/Roth, Markus/Wagner, Gert G.

Bundesministerium für Arbeit und Soziales, Ergänzender Bericht der Bundesregierung zum Rentenversicherungsbericht 2016 gemäß § 154 Abs. 2 SGB VI (Alterssicherungsbericht 2016).

Cabinet Office (Vereinigtes Königreich) Public Bodies: A Guide for Departments.

CalSavers Budget Overview, Fiscal Year 2018-19, June 2019.

California Secure Choice Retirement Savings Investment Board (CalSavers), Board Meeting, August 16, 2018:

- Agenda Item 3 – Approval to Execute Contracts for Program Administration and Investment Management: Attachment 1 – Resolution 2018-06: Approval to Execute a Contract for Program Administration
- Agenda Item 3 – Approval to Execute Contract for Program Administration and Investment Management: Attachment 2 – Resolution 2018-07: Approval to Execute a Contract for Investment Management.

California Secure Choice Retirement Savings Investment Board (CalSavers), Board Meeting, November 18, 2018, Agenda item 7 – State Administrative Fee.

California Secure Choice Retirement Savings Investment Board (CalSavers), Board Meeting, Minutes for the May 20, 2019, July 22, 2019.

California Secure Choice Retirement Savings Investment Board (CalSavers), CalSavers Program – Investment Policy Statement, revised: September 2019.

California Secure Choice Retirement Savings Investment Board (CalSavers), Participation & Funding Snapshot – Data as of 11/14/19, Board Meeting November 18, 2019:

- Item 3 – Implementation Update: Attachment 1;
- Item 4 – Quarterly Investment Performance Review, Attachment: Quarterly Investment Performance Review Presentation.

CDU, Sonstige Beschlüsse des 32. Parteitags der CDU Deutschland: Beschluss Nr. C 4, C 16, C 17 und I 1 - Private Altersvorsorge stärken.

Credit Suisse Research Institute, Credit Suisse Investment Returns Yearbook 2019, Summary Edition.

Council of Institutional Investors, CII Corporate Governance Policies, Updated September 2019.

Department for Work and Pensions (Vereinigtes Königreich), DWP Workplace Pension Participation and Savings Trends of Eligible Employees Official Statistics: 2008 to 2018, June 2019.

Department for Work and Pensions (Vereinigtes Königreich), Tailored Review of NEST Corporation, March 2018.

Europäische Kommission – Delegierte Verordnung (EU) 2017/653 vom 8. März 2017.

Financial Reporting Council (Vereinigtes Königreich), The UK Corporate Governance Code, July 2018.

Finansdepartementet (Schweden), Kommittédirektiv, Ett upphandlat fontrorg för premi-
epension, Beslut vid regeringssammanträde den 28 juni 2018.

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft, Fünf-Punkte-Plan zur Stär-
kung der privaten Altersvorsorge, Pressemitteilung vom 19.11.2019
([https://www.gdv.de/de/medien/aktuell/fuenf-punkte-plan-zur-staerkung-der-privaten-
altersvorsorge-52648](https://www.gdv.de/de/medien/aktuell/fuenf-punkte-plan-zur-staerkung-der-privaten-
altersvorsorge-52648), zul. abgerufen 28.11.2019)

HM Treasury, Managing public money, July 2013 with annexes revised as at Septem-
ber 2019.

Kantar Emnid, Umfrage im Auftrag des vzbv, Einstellungen zur Altersvorsorge, April
2019.

Koalitionsvertrag zwischen CDU, SCU und SPD, 19. Legislaturperiode, Ein neuer Auf-
bruch für Europa, Eine neue Dynamik für Deutschland, Ein neuer Zusammenhalt für
unser Land.

National Conference on Public Employee Retirement Systems, Secure Choice 2.0:
States blazing a path to retirement security for all, 2017.

National Employment Saving Trust (NEST), NEST Members' Panel annual report
2017/18.

National Employment Saving Trust Corporation (NEST Corporation), Annual report and
accounts 2018/2019, July 2019.

NEST Corporation, Briefing note – Why does NEST's combination charge meet its low
charge objective?, 2011.

NEST Corporation, Nest quarterly investment report, September 2019.

NEST Corporation, Nest's objectives and principles for investing responsibly.

NEST Corporation, Member Research Brief - Research to support the investment strat-
egy, 2012.

NEST Corporation, Order and rules of the National Employment Savings Trust, Order
applicable from 25 May 2018. Rules applicable from 9 September 2019, 2019.

National Social Insurance Board (Schweden), The Swedish Pension System – Annual
Report 2001, 2002.

Minerva Analytics, Monitoring Review of Shareholder Voting 2018-Prepared for: Na-
tional Employment Savings Trust, October 2018.

Ministry of Business, Innovation and Employment (Neuseeland), Review of the Ki-
wiSaver Default Provider Arrangements – Discussion paper, August 2019.

OECD (Hrsg), Guidelines for Pension Fund Governance, 2009.

OECD (Hrsg), OECD Corporate Governance Factbook 2019, 2019.

- OECD (Hrsg), Owners of the World's Listed Companies, 2019, Autoren: De la Cruz, A./Medina, A./Tang, Y.
- OECD (Hrsg), Pensions Outlook 2018, December 2018.
- OECD (Hrsg), Pension Markets in Focus, 2019.
- OECD (Hrsg), Review of the Swedish National Pension Funds, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions No. 17, 2012, Autoren Severinson Clara/ Stewart, Fiona.
- Office for National Statistics (Vereinigtes Königreich), Statistical bulletin – Occupational Pension Schemes Survey, UK: 2018, June 2019.
- Overture Financial LLC, Final Report to the California Secure Choice Retirement Savings Investment Board - California Secure Choice Market Analysis, Feasibility Study, and Program Design Consultant Services (Non-IT Services, RFP No. CSCRSIP03-14, February 2016.
- Pension Commission (Vereinigtes Königreich), A new pension settlement for the twenty-first century, 2005.
- Pension Commission (Vereinigtes Königreich), Implementing an Integrated Package of Pension Reforms: The Final Report of the Pension Commission, 2006.
- Personal Accounts Delivery Authority (PADA) (Vereinigtes Königreich), Building personal account: designing an investment approach – Key findings of the public consultation, November 2009.
- Sandbrook, Will/Ravi-Burslem, Ranila, Communicating NEST pensions for “New” DC Savers in the United Kingdom, World Bank Group Discussion Paper No. 1923, April 2019.
- Siekmann, Helmut, Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach geltendem Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für Europa, Institute for Law and Finance, Working Paper Series No. 35, Januar 2005.
- Sozialbeirat, Gutachten zum Rentenversicherungsbericht 2019, November 2019.
- Spencer Stuart, Spencer Stuart Board Index 2019, 2019.
- Swedish Social Insurance Agency (SSIA), Orange Report 2007 – Annual Report of the Swedish Pension System 2007, 2008 (zit. Orange Report 2007).
- Swedish Pensions Agency, Orange Report 2018 – Annual Report of the Swedish Pension System 2018, Stockholm 2019 (zit. Orange Report 2018).
- Statens Offentliga Utredningar, Ett bättre premiepensionssystem – Betränkande av Utredningen om ett upphandlat fondtorg för premiepension, SOU 2019:44, 2019.
- United States District Court Eastern District of California, Howars Jarvis Taxpayers Association et al v. The California Secure Choice Retirement Savings Program et al, Case No. 2:18-cv-01584-MCE-KJN, Statement of Interest of the United States, September 13, 2019.
- United States District Court Eastern District of California, Howars Jarvis Taxpayers Association et al v. The California Secure Choice Retirement Savings Program et al, Case No. 2:18-cv-01584-MCE-KJN, Memorandum and Order, March 28, 2019.

VZBV, Die Extrarente – Freiwillig. Fair. Einfach. Mehr., Faktenblatt des vzvb, April 2019.

VZBV, Einfacher Zugang zu kostengünstiger privater Altersvorsorge – Automatische Einbeziehung in ein staatlich organisiertes Standardprodukt, Januar 2019, Autor Roth, Markus.

VZBV, Kapitalanlage eines staatlich organisierten Altersvorsorgefonds, November 2019, Autoren Bucher-Koenen, Tabea/Riedler, Jesper/Weber, Martin.

VZBV, Rechtsgutachten über die EU-Wettbewerbsrechtskonformität eines Altersvorsorgefonds, Dezember 2018, Autor Kühling, Jürgen.