ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Wambach, Achim; Weche, John P.

Article

Gefährden institutionelle Anleger den Wettbewerb?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Wambach, Achim; Weche, John P. (2016) : Gefährden institutionelle Anleger den Wettbewerb?, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 96, Iss. 12, pp. 900-904, https://doi.org/10.1007/s10273-016-2068-z

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/191139

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

DOI: 10.1007/s10273-016-2068-z

Achim Wambach, John P. Weche

Gefährden institutionelle Anleger den Wettbewerb?

Die Monopolkommission kommt in ihrem aktuellen Gutachten zu dem Ergebnis, dass indirekte Horizontalverflechtungen zwischen Unternehmen desselben Marktes über institutionelle Investoren ein wettbewerbsverzerrendes Potenzial bilden. Durch Minderheitsbeteiligungen institutioneller Anleger an mehreren Anbietern einer Branche könne das Interesse an der Gesamtmarktrendite im Vordergrund stehen, was die Anreize zu wettbewerblichem Verhalten abschwächt.

Kapitalmäßige Minderheitsbeteiligungen, die einen Erwerb von unter 50% der Anteile eines Unternehmens bedeuten, werden in der Wettbewerbspolitik überwiegend als wettbewerblich unproblematisch angesehen. Grund hierfür ist, dass der Grad an Einflussnahme eines Erwerbers auf die operativen Entscheidungen eines Zielunternehmens in den meisten Fällen als sehr gering eingeschätzt wird. Minderheitsbeteiligungen verleihen in der Regel Stimmrechtsanteile in vergleichbarer Höhe. Wirtschaftswissenschaftliche Modelle sowie Erfahrungen von Kartellbehörden legen jedoch nahe, dass in Einzelfällen das finanzielle Interesse eines Anteilseigners an einem Wettbewerber oder einem vor- oder nachgelagerten Anbieter zu wettbewerbsverzerrenden Effekten führen kann.[1]

In den vergangenen Jahren hat die Europäische Kommission deshalb Konsultationen durchgeführt, die zum Ziel hatten, den Anwendungsbereich der Europäischen Fusionskontrollverordnung (FKVO) auf solche Minderheitsbeteiligungen zu erweitern, die keinen Kontrollerwerb im Sinne der FKVO ermöglichen und damit bisher nicht geprüft werden können.[2] Obschon die Kommission das Potenzial wettbewerbsverzerrender Effekte durch sogenannte nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen durchaus sieht, wird der Erweiterung aufgrund einer als verhältnismäßig gering eingeschätzten Zahl problematischer Fälle derzeit keine Priorität beigemessen.[3] Auch die Monopolkommission, die die Bundesregierung und die gesetzgebenden Körperschaften in Wettbewerbsfragen berät, sieht auf Basis einer empirischen Analyse zu Minderheitsbeteiligungen europäischer Unternehmen derzeit keinen dringenden Handlungsbedarf.[4]

Anders ist dies bei Minderheitsbeteiligungen, die von branchenfremden institutionellen Investoren, wie Vermögensverwaltern, Fondsgesellschaften, Banken und Versicherungen, an mehreren Anbietern eines Marktes gehalten werden. Derartige indirekte Horizontalverflechtungen waren bislang weder Gegenstand einer nationalen noch einer europäischen breiten wettbewerbspolitischen Diskussion, obgleich sie in nahezu allen Wirtschaftsbereichen zu beobachten sind und dadurch eine wesentlich stärkere Konzentrationswirkung entfalten als direkte Minderheitsbeteiligungen zwischen Wettbewerbern. Derartige Eigentümerstrukturen werden auch als „Common Ownership“ bezeichnet.

Zwar ist auch der Verdacht einer wettbewerbsbeeinträchtigenden Wirkung von Portfolioinvestitionen großer diversifizierter Anleger nicht neu und wurde z.B. zu Hochzeiten der „Deutschland AG“ von der Monopolkommission mit Bezug auf Beteiligungen von Banken an Nicht-Banken bereits 1976 in ihrem ersten Hauptgutachten geäußert.[5] Allerdings haben die wachsende Bedeutung passiver diversifizierter Anlagestrategien der Vermögensverwalter

1 Vgl. D. O'Brien, S. Salop: Competition Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control, in: Antitrust Law Journal, 67. Jg. (2000), S. 559-610; OECD: Policy Roundtables, Minority Shareholdings 2008, DAF/COMP(2008)30, 23.6.2009; Office of Fair Trading: Minority interests in competitors. A research report prepared by DotEcon Ltd., OFT1218 (2010).

2 Europäische Kommission: Towards More Effective Merger Control, Commission Staff Working Document, SWD(2013) 239 final, 25.6.2013.

3 Vgl. o.V.: Vestager: Minority shareholder reform may be unjustifiable, in: Global Competition Review, vom 8.4.2016.

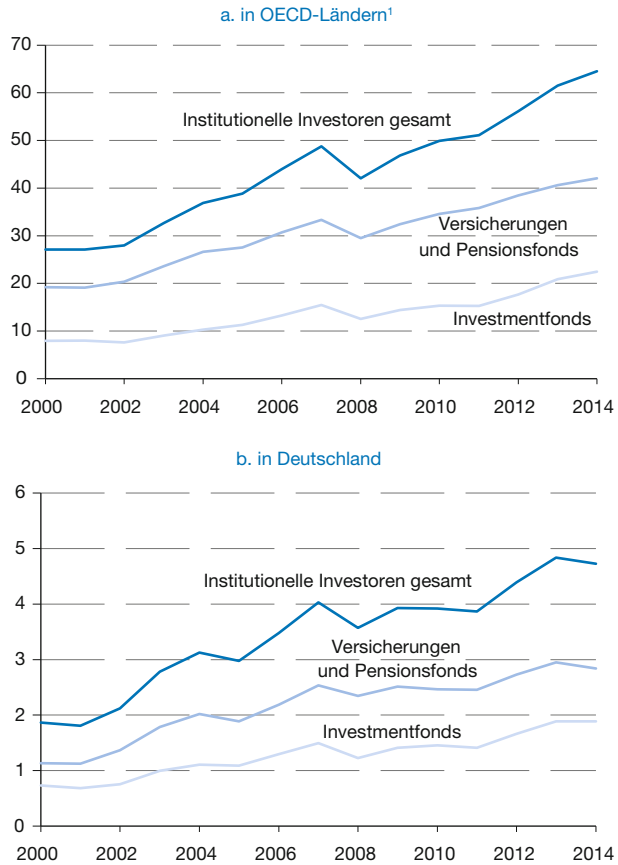
4 Monopolkommission: Wettbewerb 2016, 21. Hauptgutachten, Baden-Baden 2016, Tz. 666, http://www.monopolkommission.de/images/HG21/Presse/PM_HG_Gesamt.pdf (5.12.2016).

5 Vgl. Monopolkommission: Mehr Wettbewerb ist möglich, 1. Hauptgutachten, Baden-Baden 1976, u.a. Tz. 79.

Prof. Achim Wambach, Ph.D., ist Präsident des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) Mannheim und Vorsitzender der Monopolkommission.

Dr. John P. Weche ist Senior Analyst im wissenschaftlichen Stab der Monopolkommission in Bonn.

Abbildung 1
Von institutionellen Investoren verwaltetes finanzielles Anlagevermögen
in Billionen US-Dollar



[1] Berücksichtigt wurden die Länder Belgien, Deutschland, Finnland, Island, Kanada, Schweden, Spanien, Ungarn, USA, Großbritannien, Niederlande, Norwegen und Schweiz. Für die vier letztgenannten sind jedoch keine Informationen zum Anlagevolumen von Investmentfonds berücksichtigt.

Anmerkung: Alle Angaben zu aktuellen Preisen und Wechselkursen zum Jahresende.

Quelle: OECD, Monopolkommission.

und eine beachtliche Steigerungen der Investitionsvolumina von institutionellen Investoren (vgl. Abbildung 1) über die vergangenen Jahre zu einer Zunahme indirekter Horizontalverflechtungen über Portfolioinvestitionen geführt. Darüber hinaus wurden jüngst empirische Hinweise auf Preissteigerungen als Folge einer zunehmenden indirekten Marktkonzentration durch institutionelle Investoren in der US-amerikanischen Luftfahrt- und Bankenbranche vorgelegt.[6] Auch gibt es empirische Hinweise darauf, dass sich die Entlohnung des Unternehmensmanagements, besonders in Branchen mit einem hohen Grad an „Common Ownership“, nicht nur nach der eigenen Unternehmensperformance richtet, sondern auch nach der der Konkurrenten.[7]

Institutionelle Investoren sind auch bei deutschen Unternehmen prominent vertreten. Abbildung 2 zeigt die größten im DAX vertretenen institutionellen Investoren: Platz 1 nimmt der norwegische Staatsfonds mit mehr als 25 Mrd. US-$ investiertem Kapital ein. Ein mehr als doppelt so großes Investitionsvolumen kann allerdings BlackRock zugerechnet werden, wenn die Tochtergesellschaften BlackRock Fund Advisors, BlackRock Asset Management AG und BlackRock Advisors Ltd. aggregiert betrachtet werden.

Wettbewerbsverzerrendes Potenzial

Die Monopolkommission weist in ihrem aktuellen Hauptgutachten auf die Gefahr einer möglichen Wettbewerbsverzerrung durch diversifizierte institutionelle Investoren hin und empfiehlt die Diskussion, um eine diesbezügliche Fortentwicklung des Kartellrechts auch auf europäischer Ebene sowie im Rahmen der FKVO weiterzuführen.[8] Ebenfalls sollte bei der fusionskontrollrechtlichen Prüfung, beispielsweise der Übernahme des Pflanzenschutzmittel- und Saatgutherstellers Monsanto durch den deutschen Chemiekonzern Bayer, das Ausmaß der indirekten Verflechtung über institutionelle Anleger berücksichtigt werden. Im Fall Bayer/Monsanto halten große institutionelle Anleger wie BlackRock, Vanguard und die Deutsche Asset Management nicht nur an den beiden Zusammenschlussbeteiligten, sondern auch an deren großen Wettbewerbern Kapitalbeteiligungen von bis zu 7%. Diese Verflechtung könnte auf ein bevorzugtes Interesse der Investoren an der Entwicklung der Gesamtmarktrendite gegenüber der Profitabilität der Zusammenschlussunternehmen hinweisen.

Geringere Anreize für intensiveren Wettbewerb

Institutionelle Investoren sind spezialisierte Finanzinstitutionen, die Kapital von einer Vielzahl von Kunden in deren Auftrag gebündelt anlegen. Allgemeines Ziel ist die Renditemaximierung bei vertretbarem Risiko. Zur Risikominimierung werden Diversifizierungsstrategien verfolgt, die zu Beteiligungen an einer Vielzahl von Unternehmen in verschiedenen Wirtschaftsbereichen weltweit führen. Institutionelle Investoren halten häufig Beteiligungen an

6 Vgl. J. Azar, M. Schmalz, I. Tecu: Anti-Competitive Effects of Common Ownership, Ross School of Business Working Paper, Nr. 1235, April 2015; J. Azar, S. Raina, M. Schmalz: Ultimate Ownership and Bank Competition, SSRN-Arbeitspapier, März 2016.

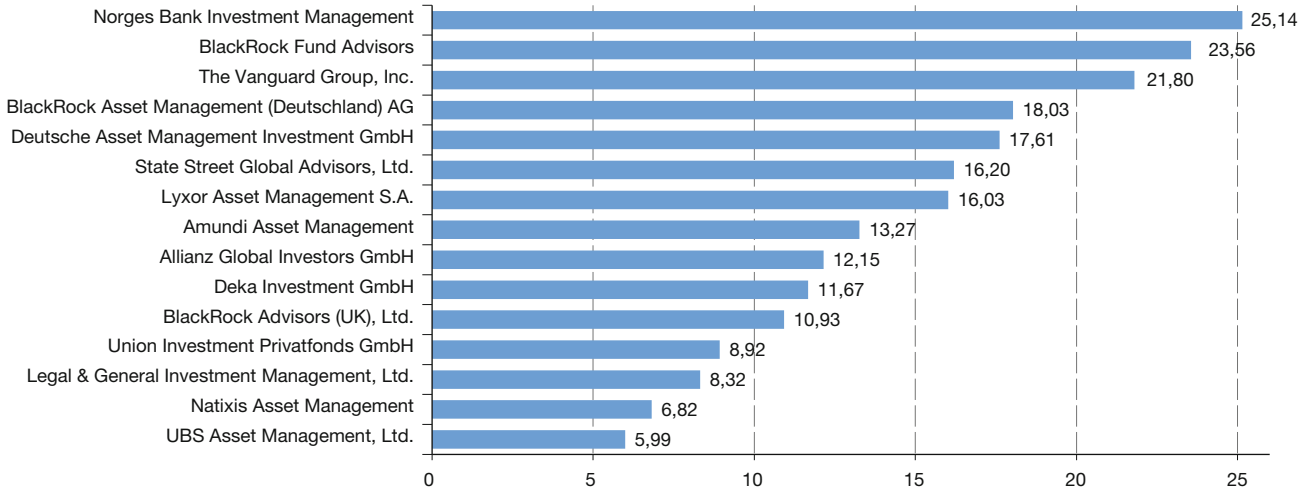
7 Vgl. M. Antón, F. Ederer, M. Giné, M. Schmalz: Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives, SSRN-Arbeitspapier, Juli 2016.

8 Monopolkommission: Wettbewerb 2016, a.a.O. Tz. 667 ff.

Abbildung 2

Größte institutionelle Investoren des DAX, Dezember 2015

Investiertes Kapital in Mrd. US-Dollar



Quelle: Deutscher Investor Relations Verband (DIRK); Investor Relations Beratungs- und Technologieunternehmen Ipreo.

mehreren Anbietern eines Marktes. Ein intensiver Wettbewerb zwischen diesen Unternehmen würde dem Interesse der Renditemaximierung des institutionellen Investors zunächst entgegenstehen, da die Preise der gesamten Branche und damit ihre Gewinnmargen sinken würden, was die Rendite des Investors schmälert.

Es kann aber auch gegenläufige Effekte geben. Wettbewerb wäre vorteilhaft für den Investor, wenn die durch intensiveren Wettbewerb eines beteiligten Unternehmens erwachsenden Renditevorteile die Gewinneinbußen der anderen Marktteilnehmer überkompensieren. Darüber hinaus bestünde für langfristig orientierte Investoren grundsätzlich das Risiko, dass weniger Wettbewerb zu einer Einschränkung von renditewirksamer Investitions- und Innovationstätigkeit, und damit auch zu weniger Produktivitätssteigerung führt.

Einflussnahme trotz niedriger Beteiligungshöhe

Besteht ein Interesse an weniger Wettbewerb seitens diversifizierter Investoren, so stellt sich die Frage, inwiefern dieses Interesse tatsächlich im Rahmen strategischer Entscheidungen der Unternehmen, die sich im Portfolio der Investoren befinden, berücksichtigt wird. Die Kapitalbeteiligungen, die hier im Fokus stehen, überschreiten in der Regel eine Höhe von 10% nicht. Beurteilt man die potenzielle Einflussnahme eines Gesellschafters daher allein anhand seiner Stimmrechte, so dürfte sie sich in Grenzen halten. In diesem Zusammenhang gilt es jedoch zu berücksichtigen, dass institutionelle Investoren trotz eines geringen Kapitalanteils die größten Einzelinvestoren einer Gesellschaft sein können, etwa wenn sich der Rest der Anteile in Streubesitz befindet. Darüber hinaus reichen bei einer geringen Präsenzquote auf Gesellschafterversammlungen bereits Stimmrechtsanteile von weit unter 50% für eine einfache Mehrheit. Auf Hauptversammlungen von DAX-Unternehmen hätten z.B. 2015 durchschnittlich etwa 28% der Stimmen für eine einfache Mehrheit gereicht.[9]

Institutionelle Investoren können das Management ihrer Portfoliounternehmen nicht nur unmittelbar über die Stimmrechtsausübung beeinflussen. Sie treten beispielsweise mit dem Management ihrer Portfoliounternehmen regelmäßig im Vorfeld von Gesellschafterversammlungen in Kontakt, um diese vorzubereiten. Die Verantwortliche für Unternehmensdialog und Stimmrechte für europäische Beteiligungen bei BlackRock, Amra Balic, äußerte sich hierzu kürzlich in einem Interview: „Wenn es soweit kommt, dass wir auf einer Hauptversammlung sprechen müssen, um unsere Interessen durchzusetzen, ist das doch ein Zeichen dafür, dass der Dialog mit einem Unternehmen gescheitert ist.“[10] Generell kommt Gesprächen zwischen Vertretern institutioneller Investoren und Managern sowie Aufsichtsratsmitgliedern von Portfoliounternehmen „hinter den Kulissen“ einige Bedeutung zu, dies

9 Vgl. Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.: SdK-Präsenzstatistik, http://www.sdk.org/assets/Statistiken/HV-Praesenzen/praesenz-dax15.pdf (20.6.2016).

10 O.V.: BlackRock „Wir können nicht einfach verkaufen und weglaufen”, in: Wirtschaftswoche vom 8.4.2016, S. 83.

hat eine aktuelle Befragung von 143 großen institutionellen Anlegern ergeben.[11]

Neben der Ausübung von Stimmrechten und einem ständigen Dialog institutioneller Investoren mit Portfoliounternehmen ist klassischerweise auch bereits die Möglichkeit zur Desinvestition zu berücksichtigen.[12] Besonders bei großen Investoren könnte ein Verkauf von Beteiligungen gegenüber anderen Investoren eine enorme Signalwirkung entfalten und somit negative Folgen für das betroffene Unternehmen haben. Diese Option steht allerdings lediglich in aktiv verwalteten Portfolios zur Verfügung. In passiv verwalteten Portfolios bestimmen in der Regel Indizes, wie etwa der DAX, über den Verbleib eines Unternehmens im Portfolio. Unabhängig von der Höhe einer jeweiligen Beteiligung kann auch eine bedeutende Abhängigkeit der Unternehmen von großen Investoren bestehen, wenn es um zukünftigen Finanzierungsbedarf geht.

Insgesamt lässt sich festhalten, dass auch für sogenannte passive Investoren grundsätzlich Möglichkeiten existieren, Einfluss auf Portfoliounternehmen zu nehmen, und diese auch genutzt werden. Aus Sicht der Corporate Governance ist dies durchaus wünschenswert und kann eine – aus wettbewerblicher Perspektive positive – disziplinierende Auswirkung auf das Unternehmensmanagement haben. Jedoch dürfen die beschriebenen Anreize auf Anleger, die gleichzeitig ein Gewinninteresse an Konkurrenzunternehmen haben, nicht außer Acht gelassen werden.

Gleichgerichtete Interessen diversifizierter Investoren

Unterschiedliche institutionelle Anleger und ihre jeweiligen Fonds können durchaus unterschiedliche Anlagestrategien und -ziele verfolgen. Gemein haben sie, dass sie kein operativ strategisches Interesse an ihren Portfoliounternehmen haben, wie z.B. Zulieferer oder Kunden, sondern dass die Rendite der Beteiligungen bei angemessenem Risiko im Vordergrund steht. Besteht weitgehende Kongruenz bezüglich der Fristigkeit der Renditeziele mehrerer Anleger eines Portfoliounternehmens, sollten diese demnach gleichlautende Interessen bezüglich der Renditeoptimierung haben. Sind wiederum alle diese institutionellen Anleger innerhalb der Branche des Portfoliounternehmens diversifiziert, kann theoretisch gleichfalls allen ein Interesse an der Optimierung der Gesamtmarktrendite unterstellt werden. Wenn eine derartige Interessenhomogenität vorläge, hätte dies wesentliche Auswirkungen auf

11 Vgl. J. McCahery, Z. Sautner, L. Starks: Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, in: The Journal of Finance, 71. Jg. (2016), H. 6, S. 2905-2932.
12 Vgl. A. Hirschman: Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States, Cambridge 1971.

die Beurteilung der Einflussmöglichkeiten institutioneller Investoren auf strategische Unternehmensentscheidungen, da die Beteiligungen mehrerer Investoren aggregiert betrachtet werden müssten. Wohlgemerkt bezöge sich dieses gleichlautende Interesse nicht auf die gesamte Geschäftsstrategie der institutionellen Investoren, sondern lediglich auf das Renditeziel innerhalb eines betrachteten Marktes. Gleichwohl können konkurrierende Interessen vorherrschen. Dies ist vor allem dann wahrscheinlich, wenn sich die Portfolios von Investoren innerhalb einer Branche nicht oder nur teilweise überschneiden.

In diesem Zusammenhang sei angemerkt, dass große institutionelle Investoren wiederum miteinander über Minderheitsbeteiligungen verflochten sind: Beispielsweise halten Vanguard, State Street und Wellington Anteile von bis über 6% direkt an BlackRock. Zusätzlich halten Vanguard, State Street und Wellington Anteile von bis über 10% an der Beteiligungsgesellschaft Financial Services Group, die mit fast 24% größter Eigner von BlackRock ist. Umgekehrt hält BlackRock unter anderem direkt Anteile an State Street und mittelbar über Fonds an Vanguard.[13]

Weniger Wettbewerb ohne strategischen Einfluss?

Selbst wenn institutionelle Anleger über keinerlei Möglichkeiten zur Beeinflussung der operativen Tätigkeit ihrer Portfoliounternehmen verfügen, können indirekte Horizontalverflechtungen aus wettbewerblicher Sicht problematisch sein. Der Grund hierfür liegt darin, dass anzunehmen ist, dass Unternehmen in der Regel in Kenntnis darüber sind, ob ihre großen Gesellschafter auch Anteile an unmittelbaren Wettbewerbern halten. Wenn dem so ist, bestehen für die Portfoliounternehmen möglicherweise Anreize weniger intensiv mit diesen Konkurrenten in Wettbewerb zu treten, falls sie das diversifizierte finanzielle Interesse ihrer Anteilseigner berücksichtigen. Ob sich Unternehmen aber tatsächlich in wettbewerbsrelevanter Weise nach der Kapitalverflechtung ihrer Gesellschafter richten, ist fraglich. Unbedingt zu berücksichtigen sind in diesem Kontext auch nicht-diversifizierte Gesellschafter eines Unternehmens, die eben gerade ein gegenläufiges Interesse an intensivem Wettbewerb haben, auch wenn dieser zulasten der Konkurrenten ausfällt.

13 Vgl. Bureau van Dijk: Orbis (25.5.2016).

Wachsamkeit ist angebracht

Die Monopolkommission weist in ihrem aktuellen Hauptgutachten auf ein wettbewerbsverzerrendes Potenzial indirekter horizontaler Unternehmensverflechtungen über Minderheitsbeteiligungen institutioneller Investoren hin. Dieses Potenzial ergibt sich hauptsächlich aus den beobachteten Eigentümerstrukturen auf Märkten und theoretischen Annahmen bezüglich der Akteure. Auch wenn jüngst empirische Hinweise für Preiserhöhungen als Folge einer indirekten Marktkonzentration in der US-amerikanischen Luftfahrt- und Bankenbranche vorgelegt wurden und die US-Kartellbehörde Ermittlungen aufgenommen hat, bedeutet dies keineswegs einen Beleg für tatsächliche Wettbewerbsbeeinträchtigungen, erst recht nicht in Deutschland und Europa.[14]

Die „Deutschland AG“, die von der Monopolkommission 1976 beschrieben wurde, hat sich mittlerweile aufgelöst. Das enorme Wachstum der institutionellen Investoren birgt die Gefahr, dass die negativen Auswirkungen der „Deutschland AG“ auf den Wettbewerb nun in Form von „Common Ownership“ wieder zurückkehren. Eine gesamtwirtschaftliche Bedeutung kommt diesem Potenzial durch die Omnipräsenz derartiger Eigentumskonstellationen auf deutschen, europäischen und globalen Märkten zusammen mit derzeit unzureichenden Möglichkeiten einer kartellrechtlichen Prüfung derartiger Konzentrationsprozesse zu. Die Diskussion um den richtigen Umgang mit „Common Ownership“ zum Schutz des Wettbewerbs als Basis der marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnung hat begonnen.[15]

14 Vgl. J. Azar, M. Schmalz, I. Tecu, a.a.O.; und Bloomberg: U.S. Looks at Airline Investors for Evidence of Fare Collusion, 22.9.2015, http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-22/do-airfares-rise-when-carriers-have-same-investors-u-s-asks (20.6.2016).

15 Vgl. E. Posner, F. Morton, E. Weyl: A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors, SSRN-Arbeitspapier, November 2016.

Title: *Do Institutional Investors Harm Competition?*

Abstract: *The Monopolies Commission, which advises the German government in competition policymaking, warns against potential anticompetitive effects of indirect horizontal links between competitors via institutional investors. Through such common ownership, the competitive conduct between suppliers could be alleviated, because their (joint) institutional shareholders interest in the overall market return may outweigh their interest in the individual firms' returns. Taking account of the ubiquity of such common ownership in European and global markets as well as a nonconsideration in current competition law, the Monopolies Commission's call for more research and vigilance appears to be appropriate.*

JEL Classification: *G34, L10, L41*