



Handelssaal der Börse in Frankfurt am Main: „Unter dem Radar der Kartellbehörden“

Die Blackrock AG

Finanzmärkte Große Fondsgesellschaften halten hohe Anteile an konkurrierenden Unternehmen, auch in Deutschland. Wissenschaftler sehen den Wettbewerb in Gefahr.

Martin Schmalz hat das Zeug zum akademischen Revoluzzer. Hipster-Bart, Jeans, weinrote Lederjacke, Hemd mit Punktmuster. So kommt der junge Mann etwas außer Atem in das Café im Münchner Studentenviertel Schwabing. Er hat sich mit dem Fahrrad verfahren, gleich muss er weiter zu einem Besuch an der Uni.

Doch Schmalz, 32, geht dort nicht als Student hin, sondern als Gast; als Assistenzprofessor der University of Michigan, der sich gerade mit den ganz großen Jungs der Finanzwelt anlegt.

Seine Gegner sind: Larry Fink, Chef des weltweit größten Geldmanagers Blackrock, verwaltetes Vermögen: 4,9 Billionen Dollar. Oder: Bill McNabb, Vanguard, 3,6 Billionen Dollar. Außerdem: Joseph Hooley, State Street, 2,3 Billionen Dollar.

Diesen und einigen anderen Anbietern aus der Jumbo-Liga der Vermögensverwalter hält Ökonom Schmalz vor, dass sie eine Gefahr für den Wettbewerb sind und Konzerne dazu bringen, Verbraucher zu schädigen – dass sie letztlich den Wohlstand mindern und die Ungleichheit mehren.

Die Kritik des schwäbischen Akademikers müsste die mächtigen Geldmanager von der Wall Street nicht kümmern, wäre sie nicht das Ergebnis gewisserhafter Forschung und hätten die Studien nicht in den USA für einigen Wirbel gesorgt, gar die Aufsichtsbehörden alarmiert.

Das Schlagwort, mit dem Schmalz und einige seiner Kollegen die Finanzelite aufschrecken, heißt „common ownership“, was so viel heißt wie „gemeinsames Eigentum“. Dahinter steckt das Phänomen, dass eine kleine Zahl großer Vermögensverwalter hohe Anteile an allen großen Konzernen einer Branche hält.

Die zehn größten dieser Gesellschaften steuern die unfassbare Summe von fast 22 Billionen Dollar. Blackrock, Vanguard und State Street sind so groß und streuen ihr Geld so breit, dass sie gemeinsam mit einigen weiteren Aktionären häufig ein Fünftel oder mehr Anteile nicht nur eines Konzerns besitzen, sondern zugleich bei dessen wichtigsten Wettbewerbern.

„Es ist offensichtlich, dass die Unternehmen einer Branche wie in einem Oligopol geringere Anreize haben, aggressiv gegeneinander zu konkurrieren – zum Beispiel indem sie sich durch Preissenkungen oder Innovationen gegenseitig Marktanteile abgraben –, wenn sie alle die gleichen Großaktionäre haben“, argumentiert Schmalz.

Normalerweise wollen Aktionäre eines Unternehmens, dass das Management den Gewinn zu ihrem Nutzen maximiert. Hält der Anleger jedoch ähnlich große Anteile an den größten Wettbewerbern, verliert er bei Unternehmen B, während er bei Firma A gewinnt, das Geld geht von der linken in die rechte Tasche. Wer breit gestreut in eine Branche investiert, hat kein Interesse an zu viel Wettbewerb. Das gilt

zwar auch für Kleinanleger, doch die haben meist kaum Einfluss auf ihre Firmen.

Bei Blackrock und Co. ist das anders. Nicht nur bei etlichen US-Konzernen, sondern auch bei 80 Prozent der Dax-Firmen, von der Allianz über die Deutsche Bank bis zu Siemens, zählt Blackrock zu den drei größten Eigentümern, Tendenz steigend. Und dahinter reihen sich oft noch andere amerikanische Fondsgiganten ein.

Aus der einstigen Deutschland AG, in der die hiesigen Finanzkonzerne über ein riesiges Netz von Beteiligungen die deutsche Industrie kontrollierten, wird mehr und mehr eine Blackrock AG.

Schmalz hält so viel Einfluss für gefährlich. „Unter dem Strich gibt es durch solche Eigentümerstrukturen einen negativen Wohlfahrtseffekt: Die Konsumenten verlieren mehr, als die Aktionäre einer betroffenen Branche gewinnen“, glaubt der Ökonom. Und weil Gutverdiener mehr an der Börse investieren und einen geringeren Anteil am Einkommen verkonsumieren, machten solche Besitzstrukturen die Welt womöglich auch ungleicher.

Seinen ersten Stich setzte Schmalz mit einer Studie zu den amerikanischen Fluggesellschaften. Er analysierte, wie sich Sitzkontingente und Preise der großen Airlines unter dem Einfluss wachsender paralleler Besitzverhältnisse verändern. Das Ergebnis der Untersuchung: Durch die Marktkonzentration auf der Eigentümerseite sind die Preise in der amerikanischen Luft-

fahrt um bis zu elf Prozent höher, als es ohne diese Überlappungen der Fall wäre.

„Die Studie zu den US-Airlines deutet darauf hin, dass dort der Wettbewerb durch gemeinsame Eigentümer geschwächt worden ist“, sagt der Düsseldorfer Kartellrechtsexperte Justus Haucap.

Kürzlich untersuchte Schmalz amerikanische Banken und stellte dort ebenfalls einen empirischen Zusammenhang zwischen Eigentümerstruktur und schlechten Leistungen für die Verbraucher fest.

Blackrock ist größter Aktionär der Großbanken JPMorgan Chase, Bank of America und Citigroup. Vanguard, State Street und Fidelity gehören jeweils zu den sechs größten Anteilseignern. Hinzu kommt, dass die Banken selbst große Vermögensverwaltungen unterhalten, die ihrerseits an der Konkurrenz beteiligt sind.

Auch bei europäischen Großbanken wie der Deutschen Bank, Santander oder BNP Paribas zählen Blackrock und andere US-Fondsgesellschaften zu den größten Aktionären. Hier ist der Markt aber stärker zersplittert, sodass ein möglicher Einfluss auf den Wettbewerb weniger wahrscheinlich ist.

„Preiserhöhungen auf bestimmten Märkten können mit dem Konzept des gemeinsamen Eigentums erklärt werden. Allerdings nur unter bestimmten Bedingungen“, relativiert Daniel Zimmer, Exchef der Monopolkommission. Nur wenn die Großaktionäre tatsächlich Einfluss auf die Geschäfte nehmen könnten, die betreffenden Firmen in unmittelbarem Wettbewerb zueinander stünden und nicht Dritte das abgestimmte Marktverhalten torpedieren könnten, würde eine solche Wettbewerbsbeschränkung funktionieren.

Die Vermögensverwalter selbst fühlen sich zu Unrecht in die Ecke gedrängt. „Wenn wir unseren Einfluss unter Berücksichtigung der langfristigen Geschäftsinteressen eines Unternehmens geltend machen, sprechen wir im Auftrag unzähliger Kunden, deren wirtschaftliches Interesse oft gerade darin besteht, ihre Anlagen breit zu streuen“, sagt ein Blackrock-Sprecher.

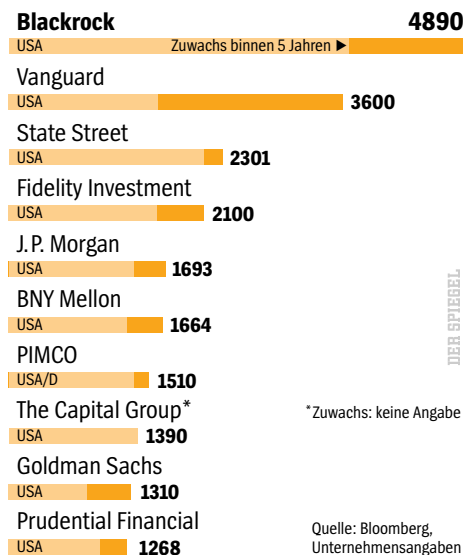
Tatsächlich sind deshalb sogenannte Indexfonds bei Anlegern sehr beliebt, die exakt ein Börsenbarometer wie den Dax mit seinen 30 Unternehmen abbilden.

Die Anbieter solcher Fonds können gar nicht anders, als in alle Unternehmen eines Index – und damit oft in mehrere Firmen einer Branche – zu investieren. Das ändert aber nichts daran, dass sie prinzipiell einen Anreiz haben, den Wettbewerb einzuschränken. Denn Bezüge von Fondsmanagern sind umso höher, je mehr Vermögen sie verwalten, sprich: je mehr die eigenen Firmen im Index insgesamt wert sind.

Schmalz' Studien befeuern deswegen auch den Streit zwischen aktivistischen Hedgefonds, die einzelne Firmen unter Druck setzen, und Indexfonds-Anbietern.

Fonds-Giganten

Verwaltetes Vermögen Juni 2016, in Mrd. \$



DER SPIEGEL

Blackrock-Chef Fink warf den Aktivisten mehrfach vor, nur auf den schnellen Dollar aus zu sein, was den Unternehmen schade.

Vor ein paar Monaten konterte Bill Ackman, Gründer des Hedgefonds Pershing Square, die Indexfonds könnten mit einer wettbewerbsfeindlichen Strategie den Untergang der amerikanischen Unternehmenswelt heraufbeschwören. Es werde nicht mehr lange dauern, bis Indexfonds Corporate America und die Konzerne vieler anderer Länder faktisch kontrollierten, schrieb Ackman an seine Investoren. Dann drohe der amerikanischen Wirtschaft ein ähnliches Schicksal wie der japanischen, die durch ein System von Überkreuzbeteiligungen jahrzehntelang gelähmt worden sei.

Doch nehmen die so gescholtenen Großaktionäre tatsächlich wettbewerbswidrig Einfluss auf ihre Firmen? Blackrock hält das für abwegig.



Blackrock-Chef Fink

Wettbewerbswidriger Einfluss ist abwegig

Die amerikanischen Behörden nehmen die Erkenntnisse der Schmalz-Studien jedoch ernst. Sie haben Auskunftersuchen an mehrere Airlines gestellt und wollten wissen, wie deren Management mit den Großaktionären kommuniziert hat.

Für solche Fragen dürften sich bald auch europäische Wettbewerbshüter interessieren. „Das Thema gemeinsamer Eigentumsrechte bei wenigen großen Investoren ist bisher in Europa politisch unterbelichtet“, sagt Michael Theurer, Europa-Parlamentarier der FDP. Das müsse sich ändern, er werde dazu nach der Sommerpause eine Expertenanhörung beantragen.

„Einzelbeteiligungen von unter zehn Prozent sind bisher unter dem Radar der Kartellbehörden, können aber gleichwohl den Wettbewerb schwächen“, pflichtet der Kartellrechtsexperte Haucap bei.

Die EU-Kommission hat sich bislang zu der Frage nicht positioniert. Dabei muss Wettbewerbskommissarin Margrethe Vestager sich bald mit einem Fall befassen, bei dem die Aktionärsstruktur durchaus eine Rolle spielen könnte.

Anfang des Jahres kündigte die Deutsche Börse an, mit dem Londoner Konkurrenten LSE fusionieren zu wollen. Fünf Aktionäre – Blackrock, Invesco, Vanguard, State Street und Credit Suisse – besaßen vor dem Umtausch in Aktien der neuen Holding an beiden Börsen rund 20 Prozent.

„Mit Blick auf die geplante Fusion zwischen Deutscher Börse und London Stock Exchange muss man die Frage stellen, welche Bedeutung die überlappenden Eigentumsverhältnisse für die Anbahnung des Vorhabens gespielt haben“, findet Theurer. Sollte durch die Fusion gezielt der Wettbewerb ausgehebelt werden? Die Deutsche Börse weist solche Motive zurück.

Der Kartellexperte Zimmer glaubt, bei den Börsen könne prinzipiell „die Möglichkeit einer Einflussnahme durch die gemeinsamen Großaktionäre gegeben sein“. Sie stünden in direktem Wettbewerb miteinander, und Kunden hätten bei manchen Produkten kaum Ausweichmöglichkeiten. „Man sollte sich daher die geplante Fusion zwischen Deutscher Börse und London Stock Exchange genau ansehen, aber auch das Verhalten der Börsen unabhängig von der Fusion.“

So schnell jedenfalls werden die Konzerne und ihre Großaktionäre die Diskussion um mögliche Wettbewerbsbeschränkung nicht mehr los.

Die Bonner Monopolkommission, die die Bundesregierung in Wettbewerbsfragen berät, hat das Thema „common ownership“ in ihr neues Hauptgutachten aufgenommen, das sie am 20. September vorlegen will. Die Bonner halten das Problem auch in Deutschland für relevant.

Martin Hesse

Mail: martin.hesse@spiegel.de