

## **Antwort der Bundesregierung**

**auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Michael Theurer, Jens Beeck,  
Nicola Beer, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der FDP  
– Drucksache 19/6303 –**

### **Wettbewerbsverzerrungen durch Indexfonds und Common Ownership**

#### Vorbemerkung der Fragesteller

Die zehn größten Vermögensverwalter kontrollieren gegenwärtig deutlich über 20 Billionen US-Dollar. Viele dieser Investoren, wie etwa BlackRock oder Vanguard, sind sowohl groß als auch stark diversifiziert. Häufig halten sie viele Anteile direkter Wettbewerber oder sogar von allen Unternehmen in bestimmten Branchen. Beispielsweise hält allein BlackRock laut Monopolkommission insgesamt über 10 Prozent der Anteile am DAX-30. Dies ist auch eine Folge des Angebots an Anleger, ganze Indizes in einem Fonds abzubilden.

Obwohl diese Vermögensverwalter in den seltensten Fällen die Mehrheitseigner einzelner Unternehmen sind, kann die Kombination aus einer Vielzahl an Minderheitsanteilen oligopolartige Auswirkungen haben: Da die Investoren Interesse am unternehmerischen Erfolg ganzer Branchen haben, haben sie ein Interesse an verringertem Wettbewerb, der sich beispielsweise durch schlechtere Anreizstrukturen für das Management bahnbrechen kann. Dieser Mangel an Wettbewerb führt zu Wohlstandsverlusten für Verbraucher und die Gesamtwirtschaft. Der Effekt ist unter dem Schlagwort „Common Ownership“ bekannt.

Die Monopolkommission schrieb hierzu bereits im 21. Hauptgutachten: „Hält ein institutioneller Investor Minderheitsbeteiligungen an mehreren Anbietern in einem Markt, so lässt sich ein grundsätzliches Interesse des Anlegers an einer Maximierung der Gesamtportfoliorendite und somit unter Umständen ein Interesse an weniger Wettbewerb herleiten. Es ist weiterhin anzunehmen, dass selbst für institutionelle Investoren mit passiven Anlagestrategien zumindest Möglichkeiten zur Einflussnahme auf die Unternehmensführung bestehen, womit sich ein wettbewerbsverzerrendes Potenzial auf derartigen Märkten ergibt“ (S. 229).

Auch wenn die institutionellen Investoren zusammengenommen weniger als ein Drittel der Anteile an Unternehmen halten, können sie starken Einfluss ausüben. Als Treuhänder sind sie verpflichtet, Stimmrechte wahrzunehmen. Die Monopolkommission hierzu: „So betrug beispielsweise die Präsenzquote auf Hauptversammlungen der DAX-30 Unternehmen 2015 zuletzt weniger als 55 Prozent, womit durchschnittlich bereits mit etwa 28 Prozent der Stimmrechte eine einfache Stimmenmehrheit bestünde“ (S. 230).

1. Wurden die Effekte der Common Ownership auf deutschen Märkten nach Kenntnis der Bundesregierung über das 21. und 22. Hauptgutachten der Monopolkommission 2016 bzw. 2018 hinaus erforscht?

Welche Erkenntnisse liegen der Bundesregierung über Wettbewerbsverzerrungen vor?

Wie bewertet sie die Tatsache, dass laut DIW (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung Berlin) institutionelle Investoren 2015 über 60 Prozent des Chemiesektors hielten?

Die Monopolkommission geht in ihren im XXI. und XXII. Hauptgutachten enthaltenen Ausführungen zur wettbewerblichen Bedeutung institutioneller Investoren auf die dazu international geführte Diskussion und dazu vorliegende Studien ein. Darüber hinaus sind keine weiteren Untersuchungen zu Effekten des Common Ownerships in Deutschland bekannt. Die Monopolkommission verweist darauf, dass die Anzahl bislang vorliegender Studien zu Wettbewerbseffekten indirekter horizontaler Verflechtungen gering ist, deren Ergebnisse zum Teil widersprüchlich und deren wissenschaftliche Vorgehensweisen umstritten sind. Bei der Analyse der Unternehmenskonzentration in Deutschland untersucht die Monopolkommission die inländische Wertschöpfung, das Geschäftsvolumen und die Anzahl der in Deutschland Beschäftigten der 100 größten Unternehmen und deren Kapital- und Personenverflechtungen. Dabei unterscheidet sie nach Industrie-, Handels- und Dienstleistungsunternehmen sowie Kreditinstituten und Versicherungsunternehmen.

Die Bundesregierung prüft für ihre Stellungnahme derzeit das XXII. Hauptgutachten und die dazu eingegangenen Stellungnahmen.

2. Welche Schritte hat die Bundesregierung unternommen, um den Forderungen im 22. Hauptgutachten der Monopolkommission für eine stärkere Erforschung der Common Ownership nachzukommen?

Welche Schritte plant sie zu unternehmen?

Die Bundesregierung prüft für ihre Stellungnahme derzeit das XXII. Hauptgutachten und die dazu eingegangenen Stellungnahmen. Die Monopolkommission hält es im XXII. Hauptgutachten derzeit für verfrüht, wettbewerbsrechtliche oder regulatorische Maßnahmen zu ergreifen. Zuvor bedürfe es weiterer wissenschaftlicher Erkenntnisse und empirischer Belege.

3. Welche Auswirkungen hat Common Ownership auf Verbraucherpreise und Innovationsfähigkeit der Wirtschaft in Deutschland?

Es wird auf die Antwort zu Frage 1 verwiesen.

4. Welche Maßnahmen, die die Monopolkommission im 22. Hauptgutachten zur verschärften fusionskontrollrechtlichen Prüfung von Minderheitsbeteiligungen durch institutionelle Investoren, mögliche Regulierungsmaßnahmen und verschärfte Corporate-Governance-Regeln als Reaktion auf Common Ownership diskutiert, hält die Bundesregierung für sinnvoll?

Für welche wird sie sich einsetzen?

Die Bundesregierung prüft derzeit das XXII. Hauptgutachten und die dazu eingegangenen Stellungnahmen.

5. Hält die Bundesregierung die gegenwärtigen Wettbewerbsregeln für ausreichend, um möglichen Wettbewerbshemmnissen durch Common Ownership zu begegnen?

Die Bundesregierung prüft für ihre Stellungnahme derzeit das XXII. Hauptgutachten und die dazu eingegangenen Stellungnahmen. Jedenfalls lassen die bestehenden Wettbewerbsregeln in den jeweiligen Verfahren die Prüfung und Berücksichtigung möglicher Effekte auf den Wettbewerb zu.

6. Hält die Bundesregierung die gegenwärtigen Transparenzvorschriften im Wertpapierhandel für ausreichend, um möglichen Wettbewerbshemmnissen durch Common Ownership zu begegnen?

Durch die Verpflichtung eines Investors, seine Beteiligung ab einer Schwelle von 3 Prozent der BaFin und dem Emittenten mitzuteilen, und die sich daran anschließende Pflicht des Emittenten, die Information darüber europaweit zu verbreiten und dem Unternehmensregister zur dauerhaften Speicherung zuzuliefern, wird die Beteiligung eines institutionellen Investors an verschiedenen Emittenten überhaupt erst publik, sofern letztere im sogenannten organisierten Markt gelistet sind. Die Transparenzpflichten im Bereich der Meldepflichten für Stimmrechtsanteile (und Finanzinstrumente) sind durch die Transparenzrichtlinie (RL 2004/109/EG) europaweit harmonisiert. Die BaFin führt alle veröffentlichten Stimmrechtsmitteilungen in ihrer Stimmrechtsdatenbank zusammen und stellt der Öffentlichkeit damit die Information darüber zur Verfügung, erstens an welchen Emittenten im sogenannten organisierten Markt ein Investor beteiligt ist und zweitens welche meldepflichtigen Aktionäre/Investoren an einem Emittenten beteiligt sind.

Die Stimmrechtsmeldungen dienen der Erhöhung der Kapitalmarkttransparenz.

7. Schließt die im Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD für die 19. Legislaturperiode in Bezug auf die Globalisierung der Wirtschaftswelt angekündigte Modernisierung des Kartellrechts die Herausforderung durch große, internationale Vermögensverwalter mit ein?

Die Bundesregierung plant, im Jahr 2019 einen Gesetzentwurf für die 10. Novelle des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen vorzulegen. Die Einzelheiten der 10. Novelle des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen einschließlich des konkreten Zeitplans werden derzeit innerhalb der Bundesregierung abgestimmt.

8. Wird oder wurde die Bundesregierung innerhalb der 18. oder 19. Legislaturperiode mittelbar oder unmittelbar durch den Vermögensverwalter Black-Rock oder einen anderen großen Vermögensverwalter beraten?

Die Bundesregierung hat weder innerhalb der 18. noch innerhalb der 19. Legislaturperiode einen Beratervertrag mit einem der im XXII. Hauptgutachten der Monopolkommission genannten zehn größten Vermögensverwalter abgeschlossen.

9. Sind manche Vermögensverwalter nach Ansicht der Bundesregierung Schattenbanken?

Wenn ja, welche?

Da mit dem Begriff „Schattenbank“ oftmals eine ungewollte, negative Konnotation einhergeht, hat der Finanzstabilitätsrat (FSB) entschieden, die thematische Diskussion international künftig unter dem Begriff „Finanzintermediation durch

Nicht-Banken“ (non-bank financial intermediation) zu führen. Schattenbanken bzw. Finanzintermediäre des Nicht-Bankensektors sind dadurch gekennzeichnet, dass sie Kreditintermediation betreiben, jedoch nicht in gleicher Weise wie Banken reguliert sind. Dies bedeutet jedoch nicht zwingend, dass sie unreguliert sind. In der EU unterfallen diese Fonds der auf die FSB-Arbeiten zurückgehenden AIFMD (Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds), der Geldmarktfondsverordnung oder dem traditionell bereits eng regulierten Bereich der sog. OGAW-Fonds (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren). Zum anderen unterscheiden sich Fonds fundamental von Banken, da Fonds kein Einlagengeschäft betreiben. Kreditintermediation in diesem Zusammenhang bedeutet die Transformation liquider, kurzfristiger Mittel in langfristige, illiquide Mittel. Aus dieser Aktivität können sich Risiken in der Liquiditäts- und Fristentransformation ergeben, gegebenenfalls verstärkt durch Hebelung (Leverage) oder Möglichkeiten der Regulierungsarbitrage.

Der Definition und Systematik des FSB folgend, zählen zu den „Finanzintermediären des Nicht-Bankensektors“ insbesondere Geldmarktfonds, Hedgefonds sowie allgemein Fonds, die in Kredit- und Anleiheprodukte investieren. Deutschland hat an dem Sektor nur einen äußerst geringen Anteil: Nach Angaben des europäischen Fondsverbands verfügten z. B. Geldmarktfonds in Deutschland im Jahr 2016 nur über ein Vermögen von knapp 8 Mrd. Euro, in Luxemburg dagegen über ein Vermögen in Höhe von 334 Mrd. Euro. Ähnlich groß ist die Diskrepanz bei den Vermögenswerten der Hedgefonds: In Luxemburg waren im Jahr 2016 128 Mrd. Euro investiert; nach Angaben der BaFin im Jahr 2017 in Deutschland nur 3 Mrd. Euro. Eine abschließende Aufzählung ist jedoch nicht möglich, da die Betrachtung vom Einzelfall und der individuellen Anlagestrategie eines jeden Fonds abhängt.

10. Ist BlackRock nach Ansicht der Bundesregierung „too big to fail“ und/oder „too interconnected to fail“?

Auch bei großen und international tätigen Vermögensverwaltern wie BlackRock sind die verwalteten Vermögen grundsätzlich vom eigenen Vermögen des Unternehmens getrennte Vermögen, die wirtschaftlich den Investoren zuzurechnen sind. Die hypothetischen Auswirkungen einer Schieflage von Fondsverwaltungsgesellschaften sind daher grundsätzlich nicht mit der von Banken zu vergleichen. Die Relevanz von Vermögensverwaltern für die Finanzstabilität insbesondere aufgrund möglicher Implikationen für die Vernetzung des Finanzsystems ist Gegenstand der Beobachtung der Aufsichtsbehörden und der für die Finanzstabilität zuständigen Institutionen, national, europäisch und international.

11. Welche Auswirkungen könnten sich nach Ansicht der Bundesregierung bei einer weiteren Verbreitung von Indexfonds im Hinblick auf die Finanzstabilität ergeben, insbesondere im Hinblick auf die Aktienmärkte?

Das Nettovermögen von ETF in der EU betrug mit Stand vom vierten Quartal 2017 etwa 750 Mrd. Euro (Quelle: EU Shadow Banking Monitor des ESRB, S. 23). Im Aktienbereich halten ETF etwa 10 Prozent des Anlagevermögens aller Fonds. In der EU sind ungefähr 1 500 ETF aufgelegt, davon 106 Fonds in Deutschland (Stand: Juni 2018). Der Anteil von Indexfonds stieg zwar erheblich an, ist im Vergleich zum Gesamtvolumen der Fondsvermögen aber noch gering. Die Aufsichtsbehörden beobachten die Entwicklung laufend. Mögliche Auswir-

kungen auf die Finanzstabilität und die Aktienmärkte in verschiedenen Marktphasen sind Gegenstand von Beobachtung und Analysen von Aufsichtsbehörden und für die Finanzstabilität zuständigen Institutionen.

12. Welche Parameter und mögliche Folgen müssen nach Auffassung der Bundesregierung in diesem Zusammenhang besonders beachtet werden, wenn Indexfonds bzw. entsprechende Anbieter bzw. Institute eine bestimmte Größe im Markt erreichen?

Wie in der Antwort zu Frage 11 angemerkt, wird die Entwicklung im Bereich der Indexfonds/ETF von allen relevanten Institutionen (u. a. BaFin, Deutsche Bundesbank, ESMA, EZB, ESRB, IOSCO, FSB) beobachtet. Neben der Frage der Auswirkungen eines generell hohen Wachstums wird dabei auch analysiert, inwieweit es Entwicklungen zu komplexeren Produkten gibt, die aufsichtlich begleitet werden sollten. Auch die Infrastruktur börsengehandelter Indexfonds wird weiter untersucht.





