

Veränderungen bei gemeinsamen Eigentümerstrukturen deutscher Unternehmen

Von Jo Seldeslachts, Melissa Newham und Albert Banal-Estanol

Die Eigentümerstrukturen börsennotierter deutscher Unternehmen haben sich in den letzten Jahren deutlich verändert. Von besonderem Interesse ist dabei das Phänomen der gemeinsamen Eigentümerstrukturen, das international mit dem Begriff „Common Ownership“ bezeichnet wird. Dabei werden Unternehmen, die auf denselben Gütermärkten miteinander im Wettbewerb stehen, von denselben Investoren gehalten. In diesem Wochenbericht wird gezeigt, dass inländische institutionelle Investoren seit dem Jahr 2007 von einigen großen ausländischen Investoren überholt wurden. Letztere nehmen heute Spitzenpositionen ein, sowohl im Hinblick auf den Marktwert der Beteiligungen als auch auf die Anzahl großer Beteiligungspakete. Die Beteiligungskonzentration hat in Deutschland insgesamt zugenommen. Gleichzeitig wird noch immer mehr als die Hälfte des deutschen Aktienkapitals von privaten und staatlichen Anlegern mit wenigen aber großen Beteiligungen gehalten. Am Beispiel zweier führender Wirtschaftszweige – der chemischen Industrie und der Automobilindustrie – zeigt sich, dass sich die Entwicklungen der Eigentümerschaft und des Grads an Common Ownership von Branche zu Branche stark unterscheiden können. Die Auswirkungen gemeinsamer Eigentümerstrukturen auf Wettbewerb, Innovationen und Verbraucherinteressen können von vorneherein nicht eindeutig bestimmt werden. Branchen mit einer höheren Beteiligungskonzentration, wie etwa die chemische Industrie, sollten aber von Politik, Wissenschaft und Regulierungsbehörden stärker beachtet werden.

Der Anstieg gleichzeitiger Kapitalbeteiligungen an Unternehmen durch große institutionelle Investoren ist seit einiger Zeit verstärkt Thema in Politik und Medien.¹ Institutionelle Investoren sind Finanzinstitutionen, die Kapital im Auftrag Dritter gebündelt anlegen. Dazu zählen Investmentfonds, Vermögensverwalter, Banken, Pensionsfonds, Versicherungen und Hedgefonds. Institutionelle Investoren verwalten ein sehr großes Anlagevolumen und diversifizieren ihr Portfolio häufig über viele Unternehmen. Dies führt dazu, dass dieselben Investoren Anteile an mehreren Unternehmen gleichzeitig hält – ein Phänomen, das mit dem englischen Begriff „Common Ownership“ beschrieben wird, der sich wohl am besten mit „gemeinsame Eigentümerstrukturen“ ins Deutsche übertragen lässt. Diese gleichzeitigen Beteiligungen können zu indirekten Verflechtungen zwischen Unternehmen führen, die auf denselben Gütermärkten operieren.

Im vorliegenden Wochenbericht wird zunächst die aktuelle politische Debatte in den USA skizziert, wo mögliche Auswirkungen von institutionellen Investoren auf die Gütermärkte bereits wahrgenommen werden. Es folgt eine Verortung der Debatte in der EU und in Deutschland, wo die Diskussion gerade erst begonnen hat, sowie eine Dokumentation aktueller Entwicklungen unter besonderer Berücksichtigung der chemischen Industrie und der Automobilindustrie in Deutschland. Ziel des Berichts ist es, Aufmerksamkeit für das Thema der gemeinsamen Eigentümerstrukturen zu schaffen und einen Ausgangspunkt für weitere Forschung und Analyse zu schaffen.

¹ Vgl. Steven Davidoff Solomon (2016): Rise of institutional investors raises questions of collusion. New York Times vom 12. April (online verfügbar, abgerufen am 1. Juli 2017). Dies gilt auch für alle anderen Online-Quellen dieses Berichts, sofern nicht anders vermerkt; vgl. auch The Economist (2016): Stealth socialism: Passive investment funds create headaches for antitrust authorities. Ausgabe vom 17. September (online verfügbar).

Die Debatte zu gemeinsamen Eigentümerstrukturen in den USA und Europa

Zwei neuere empirische Studien auf Branchenebene zeigen einen positiven Zusammenhang zwischen Marktpreisen und gemeinsamen Eigentümerstrukturen im amerikanischen Luftfahrt- und Bankensektor.² Demnach können Anleger, die Beteiligungen an mehreren miteinander konkurrierenden Unternehmen gleichzeitig halten, erheblichen Einfluss auf das Wettbewerbsverhalten innerhalb einer Branche haben, selbst wenn diese Beteiligungen relativ klein sind. So könnten Entscheidungsträger in einem Unternehmen beschließen, nicht in einen aggressiven Wettbewerb gegen einen Mitbewerber einzutreten, der (teilweise) denselben Investoren gehört. Ausgehend von diesen beiden Studien kamen mehrere einflussreiche kartellrechtliche Untersuchungen in den USA zu dem Schluss, dass gemeinsame Eigentümerstrukturen bei Unternehmen, die im Wettbewerb miteinander stehen, zu einer Verringerung der Wettbewerbsanreize führen können.³ Angesichts der großen Menge an Aktienkapital, das von institutionellen Anlegern gehalten wird – manche Studien sprechen von aktuell fast 70 bis 80 Prozent des Gesamtwerts aller US-Aktien – könnten die Auswirkungen auf die Verbraucherinteressen erheblich sein.⁴

Andere Akteure in der US-amerikanischen Debatte zweifeln die ökonomische Evidenz in den beiden genannten Studien hingegen an und warnen davor, einen Zusammenhang zwischen gemeinsamen Eigentümerstrukturen und wettbewerbsschädigendem Verhalten herzustellen.⁵ Theoretisch kann eine konzentrierte Eigentümerstruktur zwar zu wettbewerbsschädigendem Verhalten führen, aber über welche Kanäle dies genau stattfindet, ist noch nicht gut dokumentiert. Einige neuere Forschungsarbeiten kommen überdies zu dem Schluss, dass gemeinsame Eigentümerstrukturen auch positive Effekte

haben können, etwa im Hinblick auf Größenvorteile bei der Herstellung und Verbreitung von Wissen.⁶ In **Kasten 1** werden die theoretischen Argumente für die positiven und die negativen Effekte gemeinsamer Eigentümerstrukturen entwickelt.

Obwohl die Frage bisher noch nicht geklärt ist, ob und unter welchen Bedingungen gemeinsame Eigentümerstrukturen sich positiv oder negativ auf Wettbewerb, Innovation und letztlich das Verbraucherinteresse auswirken, ist die Zunahme der Beteiligungskonzentration zweifellos eine der wichtigsten Veränderungen in der US-Wirtschaft der letzten zehn Jahre. Im Folgenden werden aktuelle Entwicklungen im Hinblick auf gemeinsame Eigentümerstrukturen in Deutschland beschrieben.

Wenn auch etwas später und in geringerem Maße als in den USA wird nun auch die europäische und deutsche Politik allmählich auf dieses Thema aufmerksam. Im Oktober 2016 veranstaltete das Europäische Parlament eine Sitzung, bei der die potenziellen Auswirkungen von gemeinsamen Eigentümerstrukturen in Europa diskutiert und weitere Forschung zum Thema gefordert wurden.⁷ In Deutschland sprach kürzlich die Monopolkommission – ein unabhängiges Expertengremium, das die Bundesregierung zu Fragen der Wettbewerbspolitik berät – die Empfehlung aus, institutionelle Investoren in Deutschland genau zu beobachten.⁸

Erkenntnisse aus einem globalen Datensatz zu Eigentümeranteilen für den Zeitraum 2007–2015

Die vorliegende Untersuchung basiert auf Daten der Thomson Reuters Global Ownership Datenbank, die Informationen zu den Eigentümeranteilen aller börsennotierten Unternehmen in Deutschland enthält. Thomson Reuters erhebt diese Daten von den Unternehmen, entweder über eine direkte Kontaktaufnahme oder über die Firmenwebseite, die Deutsche Börse oder

² José Azar, Martin C. Schmalz und Isabel Tecu (2017): Anti-competitive effects of common ownership. Ross School of Business Paper 1235 (online verfügbar); sowie José Azar, Sahil Raina und Martin C. Schmalz (2016): Ultimate ownership and bank competition. SSRN 2016 (online verfügbar).

³ Jonathan B. Baker (2016): Overlapping financial investor ownership, market power, and antitrust enforcement: My qualified agreement with Professor Elhauge. Harvard Law Review 129 (5), 212–217; vgl. auch Eric A. Posner, Fiona M. Scott Morton und E. Glen Weyl (im Erscheinen): A proposal to limit the anti-competitive power of institutional investors. Antitrust Law Journal; sowie Einer Elhauge (2016): Horizontal shareholding. Harvard Law Review 129 (5), 1267.

⁴ Vgl. beispielsweise Azar, Schmalz und Tecu (2017), a. a. O.

⁵ Menesh Patel (im Erscheinen): Common ownership, institutional investors, and antitrust. Antitrust Law Journal; Edward B. Rock und Daniel L. Rubinfeld (2017): Defusing the antitrust threat to institutional investor involvement in corporate governance. NYU Law and Economics Research Paper 17-05 (online verfügbar); Daniel P. O'Brien und Keith Waehrer (2017): The Competitive Effects of Common Ownership: We Know Less Than We Think. SSRN (online verfügbar).

⁶ Vgl. Martin Kacperczyk, Clemens Sialm und Lu Zheng (2005): On the industry concentration of actively managed equity mutual funds. The Journal of Finance 60 (4), 1983–2011; sowie Jie He und Jiekun Huang (im Erscheinen): Product market competition in a world of cross-ownership: Evidence from institutional blockholdings. Review of Financial Studies.

⁷ Europäisches Parlament (2016): Parlamentarische Anfrage. Betrifft: Wettbewerbsschädliche Auswirkungen durch gemeinsame Eigentümerschaft großer institutioneller Investoren. 16. September 2016 (online verfügbar).

⁸ Ein Bericht der Monopolkommission diskutiert die Bedeutung institutioneller Investoren in Deutschland und einige potenziell wettbewerbsschädigende Auswirkungen. Monopolkommission (2016): Wettbewerb 2016. Einundzwanzigstes Hauptgutachten der Monopolkommission gemäß § 44 Abs. 1 Satz 1 GWB. Vgl. dort insb. Kapitel III: Europäische Unternehmensverflechtungen, S. 186–236 (online verfügbar); vgl. auch Achim Wambach und John P. Weche (2016): Gefährden institutionelle Anleger den Wettbewerb? Wirtschaftsdienst 96 (12), 900–904.

Kasten 1

Ökonomische Theorie: Wie sich gemeinsame Eigentümerstrukturen auf das Verhalten von Unternehmen bei Forschung und Entwicklung und auf Produktmärkten auswirken können

Für die theoretische Argumentation wird angenommen, dass zwei Firmen auf einem Markt im Wettbewerb miteinander stehen: Firma A und Firma B.¹ Beide Firmen berücksichtigen bei der Entscheidung über ihre Investitionen in Forschung und Entwicklung und über ihr Wettbewerbsverhalten gegenüber der jeweils anderen Firma die Interessen ihrer Aktionäre. Im Folgenden wird der Einfluss gleichzeitiger Kapitalbeteiligungen anhand von zwei extremen Eigentümerstrukturen illustriert.

Im ersten Fall werden die Anteile an beiden Firmen von unterschiedlichen Kapitalgebern gehalten, es gibt also keine gemeinsamen Eigentümerstrukturen. Unter dieser Annahme legen die beiden Firmen ihre Investitionen in Forschung und Entwicklung und ihre Preisstrategie jeweils eigenständig fest, um ihre Gewinne zu maximieren. Beispielsweise werden die Firmen nicht (genug) in Innovationen investieren, weil diese Innovationen auch konkurrierende Firmen erreichen und ihnen zugutekommen. Außerdem spielt es für die Firmen keine Rolle, dass die Gewinne der jeweils anderen Firma bei einer aggressiven Preispolitik im Wettbewerb sinken können.

Im zweiten Fall werden die Anteile an Firma A und Firma B teilweise von denselben Investoren gehalten. Dies kann eintreten, wenn einige der Aktionäre von Firma A Minderheitsbeteiligungen an Firma B erwerben oder umgekehrt. In diesem Fall sind die Gewinne der Firmen A und B insofern miteinander verflochten, als das Management sich darüber im Klaren ist, dass Teile der Eigentümer ihrer Firma sich auch für die Gewinne der jeweils anderen Firma interessieren. Wie verändern sich dadurch die Anreize für die Unternehmen? Einerseits investieren beide Firmen eventuell stärker in Forschung und Entwicklung und koordinieren möglicherweise sogar ihre Innovationspraktiken, beispielsweise im Rahmen eines Forschungsverbunds. Dies könnte zu innovativeren Produkten und effizienteren Produktionsprozessen führen, von denen letztlich die Verbraucher profitieren.²

Andererseits ist aber auch denkbar, dass die Anreize für die Firmen A und B, in einen aggressiven Wettbewerb miteinander zu treten, geringer sind als bei getrennten Eigentümerstrukturen, selbst wenn die beiden Firmen ihre Preise jeweils unabhängig voneinander festlegen. Das daraus resultierende höhere Preisniveau bedeutet für die Verbraucher einen Nachteil. Schlimmstenfalls können gemeinsame Eigentümerstrukturen es den Firmen A und B sogar erleichtern, geheime oder offene Preisabsprachen zu treffen.

Wie sich gemeinsame Eigentümerstrukturen insgesamt auf die Verbraucherinteressen auswirken (mehr Innovationen gegenüber höheren Preisen), ist somit nicht von vorneherein klar, sondern muss von Fall zu Fall empirisch untersucht werden.

Theoretisch treten die genannten Effekte sogar dann ein, wenn die gemeinsamen Eigentümer der Firmen A und B gar nicht mit der Führungsebene dieser Firmen kommunizieren. Unter der Annahme, dass das Management einer Firma erstens die Portfolios ihrer Aktionäre genau kennt und zweitens bestrebt ist, die Gewinne der Aktionäre zu maximieren, treten die genannten Effekte allein deshalb ein, weil das Management Entscheidungen im Bewusstsein der Tatsache trifft, dass einige Investoren Anteile an beiden Firmen halten. Die Kommunikation dieser gemeinsamen Anteilseigner mit den Unternehmen könnte zu einer stärkeren Koordination untereinander führen, aber wie diese Kommunikation in der Praxis aussehen könnte, ist noch nicht geklärt.³

Diese Effekte können selbst dann eintreten, wenn die gemeinsamen Anteilseigner keine Mehrheitsbeteiligungen an den jeweiligen Unternehmen halten. Die bloße Existenz einer Investorengruppe mit Eigentümerinteressen in beiden Firmen, und seien sie auch sehr klein, kann dazu führen, dass das Management einer Firma auch Wert auf die Gewinne der Konkurrenz legt.⁴

¹ Die Darstellung basiert in Teilen auf Patel (im Erscheinen), a. a. O.

² Ángel L. López und Xavier Vives (2016): Cross-ownership, R&D spillovers, and antitrust policy. CESifo Working Paper 5935 (online verfügbar).

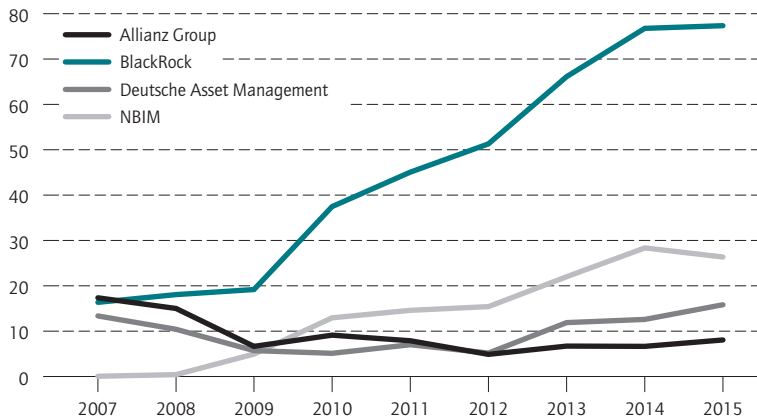
³ Vgl. Joseph A. McCahery, Zacharias Sautner und Laura T. Starks (2016): Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance* 71 (6), 2905–2932; sowie Jan Fichtner, Eelke M. Heemskerk und Javier Garcia-Bernardo (2017): Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. *Business and Politics* 19 (2), 298–326.

⁴ Vgl. Daniel P. O'Brian und Steven C. Salop (2000): Competitive effects of partial ownership: Financial interest and corporate control. *Antitrust Law Journal* 67 (3), 559–614.

Abbildung 1

Wert der von ausgewählten institutionellen Investoren gehaltenen Beteiligungen

An börsennotierten deutschen Unternehmen, in Milliarden US-Dollar



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Thomson Reuters Global Ownership Datenbank.

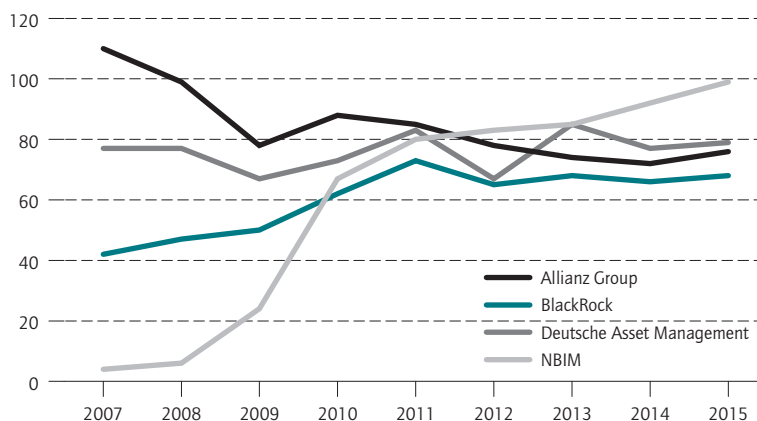
© DIW Berlin 2017

BlackRock und NBIM haben deutsche institutionelle Investoren überholt.

Abbildung 2

Anzahl der von ausgewählten institutionellen Investoren gehaltenen Blockholdings

An börsennotierten deutschen Unternehmen



Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Anzahl der Blockholdings mit einer Beteiligung von mindestens einem Prozent an einem börsennotierten deutschen Unternehmen.

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Thomson Reuters Global Ownership Datenbank.

© DIW Berlin 2017

NBIM hat die Anzahl der Blockholdings massiv erhöht.

Wirtschaftszeitungen. Die verwendete Stichprobe enthält Daten für alle börsennotierten Unternehmen in Deutschland für den Zeitraum 2007–2015 und konzentriert sich somit auf die Jahre nach der Finanzkrise von 2007.⁹ Die Analyse beschränkt sich auf Beteiligungen, die mindestens ein Prozent des Unternehmenskapitals ausmachen, denn dies wird allgemein als das Minimum betrachtet, das Anteilseignern eine Einflussnahme ermöglicht. Investoren, die mehr als ein Prozent an mindestens vier verschiedenen Unternehmen halten, werden in der Stichprobe als *institutionelle Investoren* betrachtet; von *Insider-Investoren* wird hingegen gesprochen, wenn Investoren mehr als ein Prozent der Anteile an weniger als vier verschiedenen Unternehmen halten. Für alternative Schwellenwerte unterschieden sich die Ergebnisse qualitativ nicht.

BlackRock und norwegischer Staatsfonds überholen deutsche institutionelle Investoren

Im Jahr 2007 hielten deutsche institutionelle Investoren einen großen Teil der Aktien börsennotierter deutscher Unternehmen, sowohl im Hinblick auf den Wert der Aktien als auch auf die Anzahl der Blockholdings.¹⁰ Die Allianz Gruppe und BlackRock, eine US-Fondsgesellschaft, hielten 2007 Anteile in ungefähr gleicher Größenordnung an deutschen börsennotierten Unternehmen, das heißt im Wert von rund 17 Milliarden US-Dollar (Abbildung 1). Kurz zuvor erfolgte Ende 2006 eine Fusion von BlackRock und Merrill Lynch Investment Managers. Die Deutsche Asset Management, die Fondsgesellschaft der Deutschen Bank, lag mit 13,3 Milliarden US-Dollar nicht weit dahinter.¹¹

BlackRock stieg 2008 zum weltweit größten Investor auf und verzeichnete im Folgenden ein rasantes Wachstum. Bis 2015 stieg der Wert der gehaltenen Beteiligungen auf mehr als 78 Milliarden US-Dollar und hatte sich somit mehr als vervierfacht. Der sprunghafte Anstieg im Aktienbesitz von BlackRock von 2009 zu 2010 kann der

⁹ Da diese globale Datenbank von der US-Firma Thomson Reuters verwaltet wird, sind alle Angaben in Milliarden US-Dollar.

¹⁰ Blockholdings sind große Beteiligungspakete an einem Unternehmen. Obwohl keine Einigkeit darüber besteht, wie hoch diese Beteiligung genau sein sollte – denn nicht zuletzt hängt dies beispielsweise auch von den Beteiligungen der anderen Anteilseigner ab – werden in diesem Beitrag entsprechend der Literatur Schwellenwerte von 1 Prozent, 3 Prozent und 5 Prozent verwendet. Vgl. Fichtner, Heemsker und Garcia-Bernardo (2017), a. a. O.

¹¹ Es werden hier die Ergebnisse für die beiden wichtigsten ausländischen institutionellen Anleger in der Stichprobe präsentiert, BlackRock und NBIM. Andere Investoren wie Vanguard oder Capital Group zeigen ähnliche, wenn auch weniger stark ausgeprägte Muster. Analog dazu wird die Entwicklung für die beiden wichtigsten deutschen institutionellen Anleger, Allianz Group und Deutsche Asset Management gezeigt. Andere deutsche Investoren wie Dekabank und Union Investments werden aus Darstellungsgründen ausgelassen, zeigen aber wiederum eine ähnliche Entwicklung wie die beiden anderen deutschen Investoren.

Tabelle 1

Investoren mit dem meisten Blockholdings an börsennotierten deutschen Unternehmen

2007	Anzahl der Blockholdings			2015	Anzahl der Blockholdings		
	>1 Prozent	>3 Prozent	>5 Prozent		>1 Prozent	>3 Prozent	>5 Prozent
Allianz Group	110	35	16	NBIM	99	15	2
Universal Investment	88	22	6	Deutsche Asset Management	79	24	15
Cominvest Asset Management	86	23	15	Allianz Group	76	32	15
HarbourVest Partners	85	22	8	BlackRock	68	40	31
Fidelity Investments	83	45	24	Dimensional Fund Advisors	56	6	0
LBBW Asset Management	78	37	19	Fidelity Investments	54	18	4
Deutsche Asset Management	77	41	18	Vanguard Group	43	1	0
DekaBank Group	65	16	8	Berenberg Bank	29	15	4
Axxion	63	27	17	FPS Vermögensverwaltung	26	9	6
Union Investment	51	16	5	Axxion	24	12	6

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Thomson Reuters Global Ownership Datenbank.

© DIW Berlin 2017

BlackRock war 2007 noch nicht in den Top 10 vertreten, stieg jedoch bis 2015 zu einem der führenden Blockholder auf.

Übernahme von Barclays Global Investors zugerechnet werden, die im Dezember 2009 abgeschlossen wurde.

Im Jahr 2010 hatte die Norges Bank Investment Management (NBIM), der weltweit größte Staatsfonds¹², sowohl die Allianz als auch die Deutsche Asset Management überholt. Während keiner der beiden deutschen Investoren jemals die 20-Milliarden-Dollar-Marke überschreiten konnte, erreichte NBIM dieses Ziel im Jahr 2013. Im Gegensatz zu BlackRock erhält NBIM regelmäßig Kapitalzuflüsse vom staatlichen Ölfonds Norwegens, wodurch das Wachstum auch ohne die Übernahme anderer institutioneller Investoren stattfinden konnte.

Ein ähnliches Muster lässt sich auch im Hinblick auf die Anzahl der Blockholdings beobachten. Diese Zahl ist ein Indikator für die Größe und Dichte des Beteiligungsnetzwerks eines Investors. Im Jahr 2007 hatten Allianz und Deutsche Asset Management mit 110 beziehungsweise 77 Beteiligungen von mehr als einem Prozent im Vergleich der vier institutionellen Investoren die mit Abstand größten Netzwerke. BlackRock verfügte über deutlich weniger Blockholdings, und NBIM hatte so gut wie gar keine. Seitdem hat sich die Situation jedoch erheblich verändert. Das NBIM-Netzwerk wuchs vor allem zwischen 2007 und 2010 stark, während BlackRock im untersuchten Zeitraum etwas gradueller expandierte. Dagegen reduzierte die Allianz die Anzahl ihrer Blockholdings. Im Jahr 2015 verfügte NBIM

mit rund 100 Beteiligungen von mehr als einem Prozent über das größte Netzwerk.¹³

Noch 2007 zählte BlackRock bezüglich der Anzahl von Blockholdings nicht einmal zu den Top 10 der Investoren in Deutschland (Tabelle 1). Für Blockholdings von mehr als 3 und 5 Prozent hatte BlackRock hingegen 2015 jeweils das größte Netzwerk. Erwähnenswert ist außerdem, dass andere große US-Investoren wie Fidelity und die Capital Group ebenfalls in Deutschland präsent sind, wenn auch mit kleineren Netzwerken.

Zunahme der Beteiligungskonzentration bei institutionellen Investoren

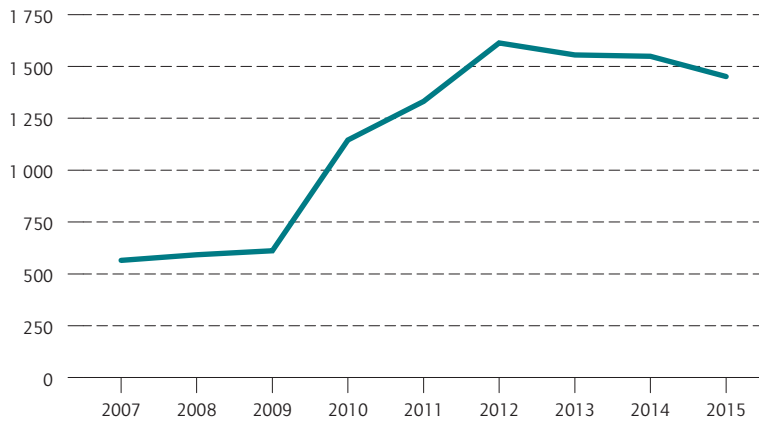
Abbildung 3 zeigt den Herfindahl-Hirschmann-Index (HHI) der Unternehmensbeteiligungen institutioneller Investoren. Der HHI ist das meistverwendete Maß für Marktkonzentration und berechnet sich als Summe der quadrierten Anteile jedes am Markt beteiligten Unternehmens. In diesem Fall bezieht sich der Marktanteil auf den Anteil des Anlagewertes, den ein institutioneller Investor am Gesamtwert aller von institutionellen Investoren gehaltenen Anlagen in Deutschland hält. Höhere Indexwerte kennzeichnen eine höhere Marktkonzentration. Die Betrachtung von institutionellen Investoren als einem separaten Markt basiert auf der Idee, dass diese Investoren per Definition diejenigen Akteure sind, die einen firmen- und marktübergreifenden Einfluss ausüben können, da sie durch ihre Beteiligungen Netzwerke

¹² Staatsfonds (engl. *sovereign wealth funds*) sind staatseigene institutionelle Fonds, die Einnahmen aus Warenexporten (Erdöl im Fall Norwegens) oder von der Zentralbank gehaltenen Währungsreserven investieren.

¹³ NBIM verfügt über deutlich weniger große Blockholdings. Dies könnte dem Vermögensverwaltungsmandat des Fonds geschuldet sein, das eine Obergrenze von 10 Prozent für einzelne Positionen vorsieht (online verfügbar).

Abbildung 3

Herfindahl-Hirschmann-Index für Beteiligungen institutioneller Investoren an börsennotierten deutschen Unternehmen



Anmerkung: Höhere Indexwerte kennzeichnen eine höhere Marktkonzentration.

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Thomson Reuters Global Ownership Datenbank.

© DIW Berlin 2017

Die Marktkonzentration institutioneller Investoren hat sich zwischen 2007 und 2015 mehr als verdoppelt.

gemeinsamer Eigentümerstrukturen erzeugen. Die Konzentration hat sich zwischen 2007 und 2015 mehr als verdoppelt (Abbildung 3). Insbesondere nach 2009 ist ein sprunghafter Anstieg erkennbar, der sich unter anderem mit der Übernahme von Barclays durch BlackRock und Entwicklungen infolge der Finanzkrise erklären lässt.

Anhaltende Stärke von „Insider-Investoren“ in Deutschland

Institutionelle Investoren dominieren jedoch nicht alle deutschen Unternehmen: Tatsächlich liegt ihre Beteiligung an deutschen Unternehmen unterhalb von 50 Prozent, was den Wert betrifft, und sie hat sich seit 2007 auch nicht erhöht.¹⁴ Ein Blick auf die Liste der (nach Wert) führenden Investoren im Jahr 2015 (Tabelle 2) bestätigt die hohe Bedeutung von Investoren, die hier als *Insider-Investoren* bezeichnet werden, also private und staatliche Investoren mit einer Kapitalbeteiligung von mehr als einem Prozent an weniger als vier verschiedenen Unternehmen. Auf Platz zwei der Liste liegt die Familie Porsche (mit Anteilen an Audi, Bertrand und Volkswagen); Platz fünf belegt Maria-Elisabeth Schaeffler-Thumann (mit Anteilen an Continental¹⁵); Platz sieben wird von der Familie Henkel gehalten (mit Anteilen an Henkel), und auf Platz 9 der Investoren findet sich das Land Niedersachsen (mit Anteilen an Volkswagen und dem Stahlkonzern Salzgitter).

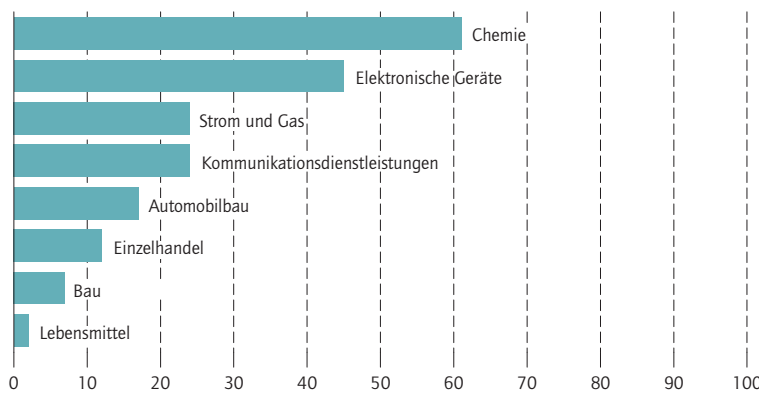
Dominanz institutioneller Investoren nur in manchen deutschen Branchen

Die Dominanz institutioneller Investoren variiert in Deutschland von Branche zu Branche (Abbildung 4). So weist beispielsweise die chemische Industrie einen besonders hohen Anteil institutioneller Investoren auf; im Jahr 2015 hielten sie Beteiligungen von mehr als 60 Prozent des Gesamtwertes dieser Branche. In der Bauwirtschaft und Lebensmittelsektor hingegen hielten sie weniger als 10 Prozent des Gesamtkapitals deutscher Unternehmen. Die hohe Bedeutung institutioneller Investitionen ist somit eindeutig kein gesamtwirtschaftliches Phänomen, sondern ist auf einzelne Wirtschaftszweige beschränkt. Um die branchenspezifischen Unterschiede genauer zu beleuchten, werden im Folgenden die Eigentümerstrukturen der drei größten Unternehmen in zwei führenden deutschen Industriebereichen detaillierter betrachtet.

Abbildung 4

Von institutionellen Investoren gehaltene Anteile am Gesamtwert deutscher Unternehmen im Jahr 2015

Für ausgewählte Wirtschaftszweige, in Prozent



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Thomson Reuters Global Ownership Datenbank.

© DIW Berlin 2017

Die chemische Industrie wird besonders stark von institutionellen Investoren dominiert.

¹⁴ Eigene Berechnungen auf Basis der Thomson Reuters Global Ownership Datenbank.

¹⁵ Die Schaeffler AG, die seit 9. Oktober 2015 an der Frankfurter Börse notiert ist, ist in den Daten von 2015 nicht enthalten.

Tabelle 2

Führende Investoren börsennotierter deutscher Unternehmen 2007 und 2015

	Wert der Beteiligungen in Milliarden US-Dollar	Anzahl der Blockholdings	Unternehmen (nur Insider-Investoren)
2007			
Bayerische Landesbank	26,80	14	
KfW Bankengruppe	22,99	2	Deutsche Post, Deutsche Telekom
Capital Group	22,94	23	
Fidelity Investments	21,19	83	
Allianz Group	17,35	110	
Porsche Automobil Holding	17,20	2	Bertrandt, Volkswagen
BlackRock	16,37	42	
Familien Haniel, Beisheim und Schmidt-Ruthenbeck	16,12	1	Metro
Land Niedersachsen	13,92	2	Salzgitter, Volkswagen
Spohn Cement	13,81	1	HeidelbergCement
Deutsche Asset Management	13,39	77	
2015			
BlackRock	77,31	68	
Porsche Automobil Holding	68,90	3	Audi, Bertrandt, Volkswagen
NBIM	26,36	99	
KfW Bankengruppe	21,53	2	Deutsche Post, Deutsche Telekom
Maria-Elisabeth Schaeffler-Thumann	21,40	1	Continental
Deutsche Asset Management	15,83	79	
Familie Henkel	14,82	1	Henkel
Vanguard Group	14,10	43	
Land Niedersachsen	13,92	2	Salzgitter, Volkswagen
Qatar Investment Authority	12,14	2	Hochtief, Volkswagen
Stefan Norbert Quandt	11,80	1	BMW

Anmerkung: Insider-Investoren, d. h. private und staatliche Investoren, die Anteile von mehr als einem Prozent an weniger als vier verschiedenen Unternehmen halten, sind kursiv gedruckt.

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Thomson Reuters Global Ownership Datenbank.

© DIW Berlin 2017

Private und staatliche Anleger spielen in Deutschland noch immer eine wichtige Rolle.

Starke Präsenz von Insider-Investoren in der Automobilindustrie

Als Beispiel für eine relevante Branche, in der Insider-Investoren stark vertreten sind, kann die Automobilindustrie dienen. Sie ist auch für die deutsche Wirtschaft insgesamt von zentraler Bedeutung. Näher untersucht werden hier die drei größten deutschen Autohersteller: Volkswagen, Daimler und BMW. Als im DAX notierte Unternehmen zählen alle drei auch insgesamt zu den größten deutschen Unternehmen und zu den größten Automobilherstellern weltweit.

Die drei Top-Investoren bei BMW waren im Jahr 2015 allesamt Einzelpersonen (Tabelle 3). Sie hielten jeweils mehr als 10 Prozent der Unternehmensanteile (Johanna Quandt und ihre Kinder Stefan Quandt und Susanne Klatten). Diesbezüglich gab es zwischen 2007 und 2015 kaum Veränderungen, wobei BlackRock im Jahr 2015 Platz vier belegte. Bei Volkswagen ist der mit Abstand

größte Anteilseigner die Familie Porsche, die ihren Anteil zwischen 2007 und 2015 von 31 Prozent auf 42 Prozent erhöht hat. An zweiter Stelle folgt das Land Niedersachsen, ebenfalls mit einem großen zweistelligen Anteil. Daneben sind zwei katarische Fonds in die Gruppe der fünf größten VW-Aktionäre aufgestiegen, BlackRock belegt den fünften Platz. Von den führenden drei deutschen Automobilherstellern war nur Daimler bereits im Jahr 2007 weitgehend in den Händen institutioneller Investoren, wobei die fünf größten Investoren jeweils kleinere Anteile halten als ihre Pendanten bei BMW und Volkswagen.

Dominanz institutioneller Investoren in der chemischen Industrie

Der Blick auf die Eigentümerstrukturen der drei größten deutschen Chemieunternehmen (BASF, Bayer und Linde), die in einem weiteren bedeutsamen Sektor der deutschen Wirtschaft agieren, zeigt ein deutlich anderes

Tabelle 3

Die fünf größten Anteilseigner an den drei führenden deutschen Automobilherstellern
Anteile in Prozent

2007					
BMW		Daimler		Volkswagen	
Stefan Norbert Quandt	17	Kuwait Investment Authority	7	Porsche Automobil Holding	31
Johanna Quandt	17	Deutsche Asset Management	6	Land Niedersachsen	20
Susanne Klatten	12	Aberdeen Asset Management	6	HarbourVest Partners	3
Franklin Templeton	3	HarbourVest Partners	2	Aberdeen Asset Management	2
Allianz Group	2	Fidelity Investments	2	Brandes Investment	2
2015					
BMW		Daimler		Volkswagen	
Stefan Norbert Quandt	17	BlackRock	8	Porsche Automobil Holding	42
Susanne Klatten	13	Kuwait Investment Authority	7	Land Niedersachsen	17
Johanna Quandt	12	Renault	3	Qatar Investment Authority	14
BlackRock	7	NBIM	3	Qatar Holding	7
Nachlass Johanna Quandts	6	UBS Asset Management	2	BlackRock	3

Quelle: Thomson Reuters Global Ownership Datenbank.

© DIW Berlin 2017

Große Teile von BMW und Volkswagen sind im Besitz privater und staatlicher Anteilseigner.

Tabelle 4

Die fünf größten Anteilseigner an den drei führenden deutschen Chemieunternehmen
Anteile in Prozent

2007					
BASF		Bayer		Linde	
AllianceBernstein L.P.	7	Capital Group	13	Capital Group	11
Allianz Group	3	Fidelity Investments	7	Cominvest Asset Management	10
HarbourVest Partners	2	Capital World Investors	3	Deutsche Asset Management	6
BlackRock	2	HarbourVest Partners	2	Allianz Group	6
Union Investment	2	BlackRock	2	Fidelity Investments	6
2015					
BASF		Bayer		Linde	
BlackRock	9	BlackRock	10	BlackRock	7
NBIM	3	Capital World Investors	5	NBIM	7
Credit Suisse	2	MFS Investment Management	3	MFS Investment Management	5
UBS Asset Management	2	Vanguard Group	2	Dodge & Cox	3
Deutsche Asset Management	2	Fidelity Investments	2	Northern Cross	3

Quelle: Thomson Reuters Global Ownership Datenbank.

© DIW Berlin 2017

Im Jahr 2015 ist BlackRock zum jeweils größten Anteilseigner bei BASF, Bayer und Linde aufgestiegen.

Muster: Hier waren institutionelle Investoren bereits im Jahr 2007 stark vertreten. Große ausländische institutionelle Investoren sind seither immer wichtiger geworden und haben den Platz inländischer institutioneller Investoren eingenommen. BlackRock zum Beispiel hat seinen Anteil an BASF von zwei Prozent im Jahr 2007 auf neun Prozent im Jahr 2015 erhöht und ist somit heute

der größte Investor. Die Allianz hingegen ist nicht mehr unter den fünf größten Aktionären vertreten. Ein ähnliches Muster lässt sich bei Bayer beobachten: BlackRock erhöhte seine Anteile von zwei auf zehn Prozent und stieg von Platz fünf auf Platz eins der Bayer-Aktionäre auf. NBIM ist heute bei BASF und Linde jeweils der zweitgrößte Investor.

Kasten 2

Verflechtungsgrad zwischen Unternehmen

Ausgangspunkt für die Ermittlung des Verflechtungsgrades sind zwei Unternehmen (*j* und *k*) sowie eine Reihe von Investoren, die Anteile an einem dieser Unternehmen oder an beiden halten. Hält Investor *i* Beteiligungen von jeweils α_i^j und α_i^k an den Unternehmen *j* und *k*, wird die Verflechtung zwischen den Unternehmen *j* und *k* durch Investor *i* definiert als Mindestverflechtungsstärke $c_i^{jk} = \min\{\alpha_i^j, \alpha_i^k\}$. Mit diesem Maß wird zwar wahrscheinlich das gemeinsame Interesse des Investors an beiden Unternehmen unterschätzt, doch es erlaubt die Berücksichtigung von asymmetrischen Eigentümerinteressen.¹

¹ Für eine detaillierte Erläuterung dieser und alternativer Maße vgl. Erik Gilje, Todd Gormley und Doron Levit (2017): The rise of common ownership. Working Paper.

Der Verflechtungsgrad zwischen den Unternehmen *j* und *k* durch alle Investoren wird definiert als $C_{j,k} = \sum_i c_i^{jk}$. Hier werden die individuellen Verflechtungen über alle Investoren addiert, die jeweils mindestens ein Prozent der Anteile an den beiden Unternehmen halten.

Der gesamte Verflechtungsgrad für die führenden drei Unternehmen wird berechnet, indem für jedes Jahr der Mittelwert von $C_{j,k}$ für alle möglichen Unternehmenspaarungen gebildet wird. Zur Ermittlung des Ausmaßes, in dem ein einzelner Investor *i* über gleichzeitige Beteiligungen gemeinsame Eigentümerstrukturen zwischen Firmenpaarungen innerhalb einer Branche schafft, wird der Mittelwert von c_i^{jk} für alle Unternehmenspaarungen in dieser Branche ermittelt. Hält ein Investor nicht mindestens ein Prozent an beiden Unternehmen in mindestens einer Paarung, dann ist die gemeinsame Eigentümerstruktur durch diesen Investor gleich Null.

Somit war BlackRock trotz relativ kleiner Beteiligungen (zwischen sieben und zehn Prozent) im Jahr 2015 der größte Anteilseigner bei BASF, Bayer und Linde. Dies macht die US-Fondsgesellschaft zu einem besonders relevanten gemeinsamen Eigentümer dieser Unternehmen. Somit ist BlackRock potenziell in der Lage, Einfluss auf die Wettbewerbsstrategien gegenüber den jeweils anderen Unternehmen zu nehmen.¹⁶

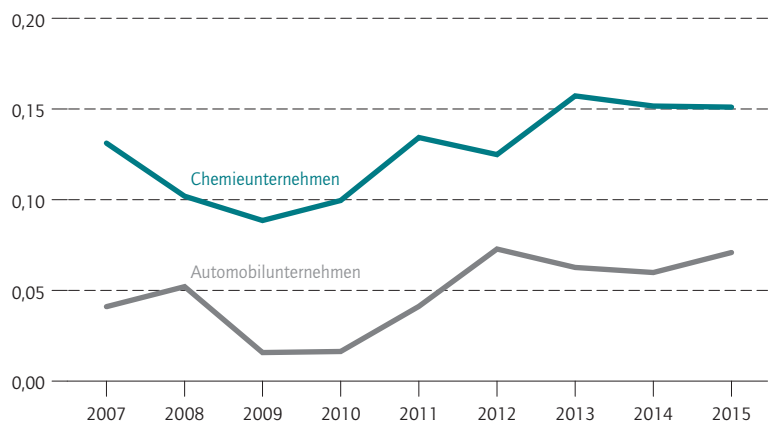
Unterschiede im Grad der gemeinsamen Eigentümerstrukturen

Um darzustellen, wie die größten deutschen Unternehmen in den genannten Branchen über gemeinsame Eigentümerstrukturen miteinander verflochten sind, wird zunächst das Durchschnittsniveau der Verflechtung zwischen den drei führenden Unternehmen illustriert (Abbildung 5). Als nächstes wird der Fokus auf spezifische inländische und ausländische institutionelle Investoren gelegt, und die Entwicklung der gemeinsamen Eigentümerstrukturen auf Investorenebene wird aufgezeigt (Abbildung 6). Kasten 2 erläutert die Berechnung dieser Werte.

¹⁶ In eine Fallstudie berichtet Martin Schmalz darüber, wie Investoren, die sowohl an DuPont als auch an Monsanto Anteile halten (Vanguard, BlackRock und State Street), ihre Hand im Spiel hatten, als der Vorschlag einiger aktivistische Aktionäre, den Wettbewerb zwischen DuPont und Monsanto aggressiver zu führen, keine Mehrheit fand. Martin C. Schmalz (2015): How passive funds prevent competition (online verfügbar).

Abbildung 5

Gemeinsame Eigentümerstrukturen in den drei führenden deutschen Automobil- und Chemieunternehmen
Grad der Verflechtung (keine Einheit)



Anmerkung: Der Grad der Verflechtung ist in Kasten 2 erläutert.

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Thomson Reuters Global Ownership Datenbank.

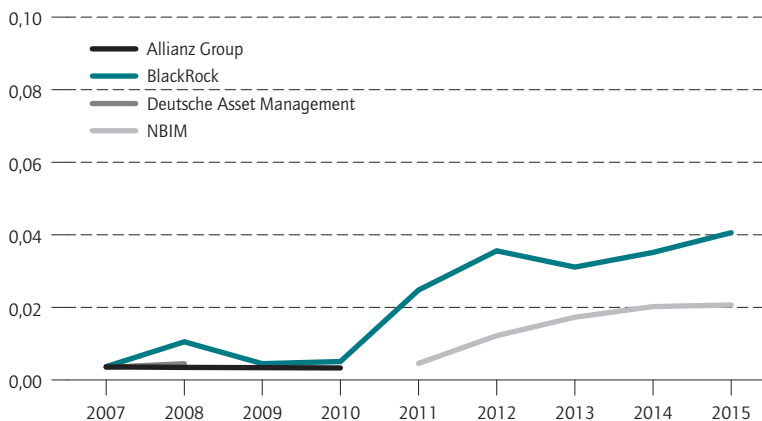
© DIW Berlin 2017

Deutsche Automobilhersteller sind weniger stark verflochten als deutsche Chemieunternehmen.

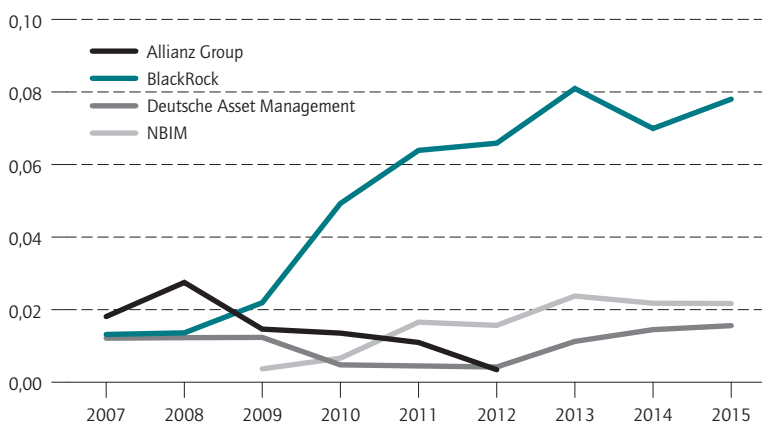
Abbildung 6

Gemeinsame Eigentümerstrukturen nach ausgewählten Investoren
Grad der Verflechtung (keine Einheit)

Automobilunternehmen



Chemieunternehmen



Anmerkung: Der Grad der Verflechtung ist in Kasten 2 erläutert.

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Thomson Reuters Global Ownership Datenbank.

© DIW Berlin 2017

Seit 2011 sind BlackRock und NBIM in beiden Branchen die wichtigsten gemeinsamen Eigentümer.

Der Grad der Verflechtung unter den Chemieunternehmen betrug 0,13 im Jahr 2007 und stieg bis 2015 auf 0,15 an. Bei den Automobilherstellern stieg der Wert im selben Zeitraum von 0,04 auf 0,07 (Abbildung 5). Die deutsche Automobilindustrie war im Zeitraum von 2007 bis 2015 somit weniger durch gemeinsame Eigentümerstrukturen verflochten als die deutsche Chemieindustrie.

Abbildung 6 zeigt die Veränderungen in den Identitäten der gemeinsamen Eigentümer im Zeitverlauf. Im

Jahr 2007 lagen BlackRock, Allianz und Deutsche Asset Management in etwa gleichauf, was das Ausmaß ihrer gleichzeitigen Beteiligungen in der Chemie- und Automobilindustrie betrifft. In der chemischen Industrie ist bei der Allianz das Ausmaß gleichzeitiger Beteiligungen zurückgegangen, wohingegen der Verflechtungsgrad der Deutsche Asset Management von 2007 bis 2015 in etwa gleichgeblieben ist. Seit 2011 sind BlackRock und NBIM in beiden Branchen die führenden gemeinsamen Eigentümer, wobei BlackRock eine besonders starke Position einnimmt.

Fazit

Ausländische institutionelle Investoren wie BlackRock und NBIM haben in Deutschland in den letzten zehn Jahren stark an Bedeutung gewonnen und inländische institutionelle Anleger überholt. Auch wenn der Gesamtanteil der von institutionellen Investoren gehaltenen Anteile an börsennotierten deutschen Unternehmen seit 2007 nicht gewachsen ist, konzentrieren sich die Unternehmensbeteiligungen heute stärker in den Händen weniger Großinvestoren. Gleichzeitig nehmen inländische private und staatliche Investoren in Deutschland weiterhin eine starke Position ein.

In der ökonomischen Theorie gibt es noch kein klares Bild der Auswirkungen gemeinsamer Eigentümerstrukturen auf Gütermärkte. Potenziell könnten sie so weitreichend sein, dass die Interessen institutioneller Investoren an miteinander im Wettbewerb stehenden Unternehmen bereits als die „große neue kartellrechtliche Herausforderung unserer Zeit“ bezeichnet wurde, da sie weniger Wettbewerb und höhere Preise zur Folge haben könnten.¹⁷ Es ist jedoch möglich, dass gemeinsame Eigentümerstrukturen zwar in manchen Kontexten schädlich, in anderen aber vorteilhaft sind, weil sie beispielsweise zu mehr Innovationen führen. Weitere Forschung muss zeigen, in welchen Zusammenhängen die verschiedenen Effekte jeweils auftreten, und welche Implikationen sich daraus für die Politik ergeben.

Als Ausgangspunkt für künftige Aktivitäten auf diesem Gebiet werden in diesem Wochenbericht die Unterschiede im Ausmaß gemeinsamer Eigentümerstrukturen in verschiedenen deutschen Wirtschaftszweigen beleuchtet. Traditionell sind es insbesondere Unternehmen in Deutschlands chemischer Industrie, die stärker über gemeinsame Eigentümer miteinander verflochten sind als beispielsweise Unternehmen in der Automobilindustrie. Doch während diese Verflechtungen früher maßgeblich von deutschen institutionellen Anlegern bestimmt waren, werden sie heute vor allem von aus-

17 Posner, Morton und Weyl (im Erscheinen), a. a. O.

ländischen (und meist größeren) institutionellen Investoren dominiert.

Vor dem Hintergrund potenziell negativer Auswirkungen gemeinsamer Eigentümerstrukturen sollten die aktuellen Entwicklungen auf den Finanzmärkten weiter beobachtet werden. Manche Branchen weisen eine stärkere

Verflechtung durch gemeinsame Eigentümer auf als andere und sollten daher im Hinblick auf Wettbewerb und Innovation genauer kontrolliert werden. In Deutschland trifft dies insbesondere auf die chemische Industrie zu. Sie sollte daher die erste Branche für weitergehende Betrachtungen sein.

Jo Seldeslachts ist Professor an der KU Leuven und Wissenschaftlicher Mitarbeiter der Abteilung Unternehmen und Märkte am DIW Berlin | jseldeslachts@diw.de

Melissa Newham ist Doktorandin an der KU Leuven und in der Abteilung Unternehmen und Märkte am DIW Berlin | mnewham@diw.de

Albert Banal-Estano ist Associate Professor an der Universitat Pompeu Fabra | albert.banalestano@upf.edu

JEL: D43, G23, K21, L62, L65

Keywords: institutional investors, common ownership, German markets, innovation, competition, antitrust

This report is also available in an English version as DIW Economic Bulletin 30/2017:

www.diw.de/econbull





DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung e.V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
T +49 30 897 89 -0
F +49 30 897 89 -200
84. Jahrgang

Herausgeberinnen und Herausgeber

Prof. Dr. Tomaso Duso
Dr. Ferdinand Fichtner
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.
Prof. Dr. Peter Haan
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Prof. Dr. Lukas Menkhoff
Prof. Johanna Mollerstrom, Ph.D.
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.
Prof. Dr. Jürgen Schupp
Prof. Dr. C. Katharina Spieß
Prof. Dr. Gert G. Wagner

Chefredaktion

Dr. Crijte Hartmann
Dr. Wolf-Peter Schill

Redaktion

Renate Bogdanovic
Dr. Franziska Bremus
Prof. Dr. Christian Dreger
Sebastian Kollmann
Markus Reiniger
Mathilde Richter
Dr. Alexander Zerrahn

Lektorat

Dr. Franziska Bremus

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 74
77649 Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. (01806) 14 00 50 25
20 Cent pro Anruf
ISSN 0012-1304
ISSN 1860-8787 (Online)

Gestaltung

Edenspiekermann

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Serviceabteilung
Kommunikation des DIW Berlin
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.