

**Stellungnahme des BVI zum XXII. Hauptgutachten der Monopolkommission „Wettbewerb 2018“
Hier: Kapitel II – Stand und Entwicklungen der Unternehmenskonzentration in Deutschland
4. Unternehmensverflechtungen über indirekte Minderheitsbeteiligungen**

Die Diskussion um einen vermeintlichen nachteiligen Einfluss von institutionellen Anlegern, die Minderheitsbeteiligungen an einem großen Teil einer Branche halten, auf den Wettbewerb in dieser Branche betrifft auch die Fondsbranche. Der BVI¹ begrüßt daher die Möglichkeit, zum XXII. Hauptgutachten der Monopolkommission Stellung zu nehmen.

Das Gutachten analysiert den Wettbewerb auf den Finanzmärkten grundsätzlich zutreffend. Zu den meisten Aspekten des Gutachtens besteht deshalb aus unserer Sicht kein Diskussionsbedarf. Wir halten auch die Ausführungen über **die Unternehmensverflechtungen über indirekte Minderheitsbeteiligungen (Kapitel II Abschnitt 4)** für insgesamt ausgewogen und begrüßen die Einschätzung, dass Maßnahmen verfrüht wären, da es an empirischen Belegen mangelt und Zusammenhänge in Europa bislang nicht systematisch erforscht worden sind (Rn. 540). Das Gutachten weist zudem zu Recht darauf hin, dass etwaige Maßnahmen gegen ein nicht erwiesenes Problem erhebliche negative Folgen für Finanzmärkte bergen können (Rn. 539).

Allerdings bezweifeln wir im Bereich des Asset Management aus folgenden Gründen bereits das generelle Risikopotential:

- **Asset Manager vertreten verschiedene Investoren mit unterschiedlichen Interessen.** Asset Manager sind aufgrund ihrer Treuhandpflichten auch hinsichtlich der Anlegerrechte auf die Interessen der Endanleger verpflichtet. Sie sind regelmäßig nicht nur für einen Endanleger in einem bestimmten Marktsegment aktiv, sondern innerhalb mehrerer Fonds bzw. Mandate für eine Vielzahl von Endanlegern. Diese Investoren umfassen Pensionskassen, Kirchen, Stiftungen, Versicherer, Versorgungswerke, Banken sowie Privatpersonen. Sie haben weder alle die gleichen Anlageziele noch dieselbe Portfoliostruktur. Darüber hinaus unterliegt der Asset Manager aufsichtsrechtlichen Vorgaben, die auch seinen wettbewerblichen Einfluss begrenzen. Die Endanleger können anderen oder auch gar keinen aufsichtsrechtlichen Vorgaben hinsichtlich ihrer Anlagestrategie unterworfen sein.
- **Eingeschränkter Wettbewerb ist nicht im Interesse von Asset Managern oder deren Anlegern.** Asset Manager investieren für ihre Anleger in eine Vielzahl von Unternehmen. Sie sind daher als Aktionäre nicht nur in Unternehmen einer Branche investiert, sondern auch in deren Zulieferer und Kunden – die unter verringertem Wettbewerb in der Regel leiden. Niedrigere Gewinne bei Unternehmen entlang der Wertschöpfungskette dürften in vielen Branchen den Nutzen für Asset Manager aufwiegen. Potentiellen kurzfristigen Vorteilen stehen außerdem langfristige Nachteile ge-

¹ Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 107 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten knapp 3 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen.



genüber: Eingeschränkter Wettbewerb wirkt sich auf die Innovation und Kundenorientierung aus. Er gefährdet damit künftige Erträge durch inadäquate Reaktionen auf Markttrends und den potentiellen Verlust von Geschäft an unabhängige (z.B. nicht börsennotierte Unternehmen) oder neue Marktteilnehmer.

- **Die Koordination zur Unterstützung von wettbewerbsschädigendem Verhalten ist praktisch kaum möglich.** Asset Manager halten in der Regel Minderheitsanteile an Portfoliounternehmen und haben damit nur in beschränktem Umfang Einfluss auf das Management. Nicht-diversifizierte Anleger, die nur an einem Unternehmen innerhalb einer Branche (z.B. in ein familiengeführtes Unternehmen) investiert sind, spielen etwa in Deutschland ebenfalls eine wesentliche Rolle. Die Interessen dieser Aktionärsgruppen unterscheiden sich schon aufgrund der abweichenden Portfoliozusammensetzung. Selbst in Fällen, in denen die Interessen gleichgerichtet sind, wäre eine Koordination kaum durchführbar. Denn Aktionäre entscheiden nicht über die täglichen Geschäftsaktivitäten, sondern können im Rahmen der Hauptversammlung nur über bestimmte Themenkreise abstimmen. Ein Einfluss auf das tägliche Geschäft müsste daher sehr indirekt erfolgen. Die Komplexität und Anzahl der Faktoren, die für einen Einfluss auf das Wettbewerbsverhalten durch Minderheitsaktionäre notwendig wäre, lässt diesen in der Praxis sehr unwahrscheinlich erscheinen.

Nach unserer Einschätzung fehlt es also an einem „wettbewerbsschädigenden Potenzial“. Angesichts der methodischen Defizite der zitierten wissenschaftlichen Arbeiten gibt es darüber hinaus keinerlei empirische Indikation dafür, dass sich dieses vermeintlich wettbewerbsverzerrende Potenzial in der Praxis verwirklicht. Die sachgerechte Betrachtung der Positionen institutioneller diversifizierter Investoren ist für unsere Branche von großer Bedeutung. Wir bitten Sie daher, unseren Ausführungen im Rahmen der Stellungnahme der Bundesregierung Rechnung zu tragen.