

Indexfonds und Monopolbildung

Die von den grössten amerikanischen Indexfonds gesammelten Mittel sind enorm, ihr Einfluss dementsprechend. Es entsteht die Befürchtung, dass der Wettbewerb in manchen Sektoren darunter leidet. **JOACHIM VOTH**

Es war eine Zeit unvorstellbarer Reichtümer. Die Vermögen der Rockefellers und der Carnegies, von J.P. Morgan und Leland Stanford sind so berühmt wie die der Medici und der Fugger. Das goldene Zeitalter der USA sah nicht nur enorme Geldsummen konzentriert in den Händen einiger weniger Individuen; gleichzeitig konzentrierte sich die Marktmacht in den Händen weniger Konzerne.

John D. Rockefeller verdankte sein sagenhaftes Vermögen dem Ölmonopol, das er vor allem durch geschicktes Ausnutzen seines Einflusses auf den Öltransport der Eisenbahnen erwarb. J.P. Morgan verdiente daran, Unternehmen aufzukaufen und dann in riesigen Monopolen zusammenschliessen, die er gewinnbringend an die Börse brachte. US Steel, wie die Firma hiess, war 1,4 Mrd. \$ wert – relativ zum Brutto-sozialprodukt das Äquivalent von 932 Mrd. \$, ungefähr doppelt so viel wie die heute wertvollste Aktiengesellschaft der Welt, Apple.

Trusts waren die bevorzugte Methode, Monopolgewinne zu generieren. Dabei kaufte ein Trust die Aktien vieler Firmen innerhalb einer Branche auf und zwang diese dann, sich gegenseitig keine Konkurrenz mehr zu machen – wie geschehen u. a. bei den grossen Schiffahrtsgesellschaften, der Tabakindustrie und dem Edison Trust, der über Patente die Filmindustrie kontrollierte. Die Gewinne sprudelten also vor allem deshalb, weil in den USA der Wettbewerb ganz legal weitgehend ausgeschaltet werden konnte, wenn sich alle wichtigen Firmen einer Industrie zusammenschlossen.

Marktmechanismus in Gefahr

Die Konzentrationstendenzen waren nicht auf die USA beschränkt. Überall im späten 19. und frühen 20. Jahrhundert entstanden riesige Monopole und Kartelle, die durch Ausnutzung ihrer Marktmacht überdurchschnittlichen Gewinn erarbeiteten. Erst langsam und schrittweise kamen Nationalstaaten auf die Idee, dem einen Riegel zu schieben. In den USA wurde der Sherman Act erlassen, der die Kartellbildung unterband und schwere Strafen für das Ausnutzen von Marktmacht in Aussicht stellte. Seine effektive Umsetzung dauerte noch viele Jahre. Auch in Europa setzte sich erst schrittweise die Einsicht durch, dass man den Kapitalismus vor den Monopol Tendenzen der Kapitalisten retten müsse; die meisten Länder brauchten bis in die Fünfzigerjahre, um

wirksame Kartellgesetze auf den Weg zu bringen.

Doch so umfassend der Triumph der Kartellgesetzgebung auch schien, so hohl ist er in den letzten Jahren de facto geworden. Es gibt eine scheinbar unschuldige Tendenz, die – für die meisten Beobachter völlig unerwartet – dafür sorgt, dass der Marktmechanismus ausgehebelt werden kann: den Aufstieg der Indexfonds.

Indexfonds sind passive Anlagevehikel, die mechanisch einen Marktindex abbilden, indem sie z. B. exakt

die gleichen Proportionen BMW, Deutsche Telekom usw. kaufen, wie der Dax sie enthält. Durch diese einfache Vorgehensweise wird Geld bei den Gebühren gespart. Für Investoren bleibt zumeist mehr übrig, als wenn sie ihr Geld den aktiv gemanagten Fonds überlassen hätten, wo hoch bezahlte Spezialisten versuchen, die richtige Wette einzugehen.

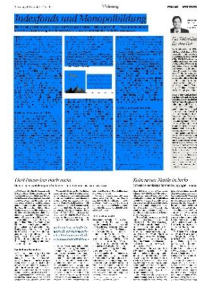
Die von den grössten Indexfondsgesellschaften eingesammelten Mittel sind enorm. So verwalten zwei der wichtigsten – BlackRock und Vanguard – heute zusammen 7500 Mrd. \$. Das ist mehr als genug, um alle handelbaren Aktien in Deutschland, Frankreich, Italien und der Schweiz zu kaufen.



«Passive Investoren sind nicht passiv in der Interaktion mit dem Management.»

Interessant ist, dass die grossen Indexgesellschaften häufig Aktien derselben Unternehmen besitzen. Anders kann es nicht sein, wenn diese einen hohen Anteil im jeweiligen Index haben. Nehmen wir ein konkretes Beispiel – DuPont. Der grösste Aktionär, mit 5,5%, war Vanguard. Der zweitgrösste hiess BlackRock, mit 5%.

Vor einem Jahr versuchte der Hedge-Fund-Investor Nelson Peltz DuPont dazu zu zwingen, schärfer als Wettbewerber von Monsanto aufzutreten. DuPont investiere zu wenig in Forschung und Entwicklung, so sein Einwand, und durch eine Lizenzvereinbarung mit Monsanto würden stattdessen Mittel an den Konkurrenten gezahlt. Wer votierte in der Kampf abstimmung gegen Peltz und DuPont? BlackRock und Vanguard. Der grösste



Finanz und Wirtschaft
8021 Zürich
044/ 248 58 00
www.fuw.ch

Medienart: Print
Medientyp: Publikumszeitschriften
Auflage: 25'172
Erscheinungsweise: 2x wöchentlich

Themen-Nr.: 377.012
Abo-Nr.: 1070143
Seite: 3
Fläche: 58'702 mm²

Aktionär von Monsanto? Vanguard, gefolgt von BlackRock. Sie gewannen die Abstimmung, und was sagte der Aktienmarkt? Die DuPont-Aktien brachen prompt ein, und Monsanto gewannen.

Doch es geht nicht nur um isolierte Zusammen-schlüsse gegen die Vorschläge aktiver Investoren. In ganzen Industrien in den USA besitzen die Indexfonds mittlerweile so viele Aktien, dass sie «ihre» Unternehmen überreden können, doch weniger in den Wettbewerben zu treten. Der Beweis? Der deutsche Ökonom Martin Schmalz, der an der Universität Michigan lehrt, hat sich zusammen mit Co-Autoren die amerikanischen Fluggesellschaften näher angesehen. Bei American, United, Delta und Southwest besaßen die grössten fünf Investoren in den vergangenen Jahren zwischen 20 und 30% aller Aktien. Wo immer zwei dieser Fluggesellschaften dieselben Grossinvestoren hatten und auf derselben Route agierten, waren die Preise viel höher; wenn sie im Wettbewerb mit einer Airline standen, die andere Grossinvestoren hatte, waren die Tickets billiger. Hinzu kommt Evidenz von einer diskontinuierlichen Veränderung in der Besitzstruktur – der Übernahme von Barclays Global Investors durch BlackRock. Wo dadurch die Konzentration durch die Übernahme stieg, wurden Flugtickets plötzlich viel teurer.

Genau die gleichen Tendenzen zeigen sich im Bankensektor. Schmalz und Kollegen haben Hunderte von lokalen Bankmärkten untersucht. In den meisten gibt es viele Banken – und die Marktkonzentration, das traditionelle Mass für Marktmacht, ist recht gering. Doch wo immer Banken dominant sind, die dieselben Grossinvestoren haben, sind plötzlich die Gebühren hoch und die Sparzinsen niedrig.

Ein Schelm, wer Böses dabei denkt. Sorgen die Indexinvestoren aktiv für die Preisabsprachen, oder ist es sanfter Druck? Die Frage lässt sich derzeit nicht beant-

worten, aber es gibt Gründe anzunehmen, dass die Investoren vor einem Fingerzeig nicht zurückschrecken. BlackRock sagt in ihrer Werbung, dass sie versuche, den Wert der gehaltenen Aktien durch Interventionen in die Unternehmensführung zu steigern. Passive Investoren sind also alles andere als passiv in der Interaktion mit dem Management; das Adjektiv betrifft nur die Zusammensetzung der Anlagegüter.

Anreize sind unwiderstehlich

Die Konzentration unter den grossen Fondsgesellschaften hat also die böse alte Zeit der Vanderbilts und der Rockefellers wiederauferstehen lassen. Die neuen Raubritter des US-Kapitalismus setzen nur um, was schon Adam Smith im «Wohlstand der Nationen» zum Naturgesetz erklärt hatte: «Leute aus dem gleichen Geschäft treffen selten zusammen (...) ohne dass das Gespräch in einer Verschwörung gegen die Öffentlichkeit endet, oder in einer Strategie resultiert, um die Preise zu erhöhen.» Grossbesitzer verbünden sich, um die Öffentlichkeit durch höhere Preise zu benachteiligen und so die Gewinnmargen ihrer Unternehmen auszuweiten.

Mittlerweile hat das amerikanische Justizministerium eine Untersuchung eingeleitet. Und was in den USA heute schon leicht nachweisbar ist, wird ebenfalls in Europa passieren – denn die Anreize sind viel zu stark, als dass Investoren sich der Versuchung enormer Gewinne freiwillig verschliessen würden. Unabhängig vom Ergebnis der amerikanischen Untersuchung scheint die Evidenz stark genug, um über neue Regulierungen nachzudenken.

.....
Joachim Voth ist UBS-Professor für Makroökonomie und Finanzmärkte an der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Zürich.