

DER VOLKSWIRT

EUROPLATZ FRANKFURT

Die dunkle Seite der Diversifikation

Die Popularität breit gestreuter Fonds lässt die Macht der ETF immer größer werden. Die drei größten Anbieter kontrollieren mittlerweile einen erheblichen Teil der Stimmrechte großer Aktiengesellschaften. Wie schwächt das den Wettbewerb?

Von Axel Ockenfels und Martin Schmalz

Diversifikation ist etwas Wunderbares für alle, die ihr Geld anlegen möchten. Wer nämlich mit seinen Aktien Teilhaber vieler Unternehmen wird, kann an der Marktrendite teilhaben, ohne sich den spezifischen Risiken einzelner Unternehmen aussetzen zu müssen. Wenn einige Vermögenswerte durch Misswirtschaft oder Pech schlecht abschneiden, können andere gut abschneiden. So wird das Gesamtrisiko eines Anlageportfolios verringert, ohne dass die durchschnittliche Rendite Einbußen erleidet. Es gibt für private Anleger in Finanzmärkten keine andere Strategie, die so uneingeschränkt empfehlenswert ist.

Daher überrascht es auch nicht, dass im großen Stil Indexfonds (ETF) und andere diversifizierte Anlageprodukte angeboten werden, die es Geldanlegern ermöglichen, zu kleinem Preis und mit wenig Aufwand ein breites Anlageportfolio aufzubauen. Die Nachfrage nach solchen Produkten ist riesig. Allein die Vermögensverwalter Blackrock und Vanguard verwalten zusammengenommen mehr als 17 Billionen US-Dollar – die Summe hat sich in den letzten fünf Jahren mehr als verdoppelt, und ein Ende des Wachstums ist nicht in Sicht. Diversifikation ist die große Erfolgsgeschichte der Finanzmärkte der letzten Jahrzehnte. Anbieter und Nachfrager sind zufrieden. Also alles gut? Nicht unbedingt. Denn je erfolgreicher Diversifikation ist, desto stärker mehrern sich Hinweise auf unerwünschte Nebeneffekte.

Insbesondere kann Diversifikation Wettbewerb und damit die wichtigste Quelle unseres Wohlstands untergraben. Der Grund ist einfach. Versetzen Sie sich zurück in eine Welt, in der Ihr Lebensmittelgeschäft von einem Inhaber geführt wird, dem nur der Erfolg seines Unternehmens am Herzen liegt. Der Inhaber tut sein Bestes, sich an den Bedürfnissen seiner Kunden zu orientieren und dadurch den Gewinn im Wettbewerb mit den Konkurrenten zu erhöhen. Alles ist genau so, wie es im Lehrbuch der Volkswirtschaftslehre nachzulesen ist: Wettbewerb führt zu Innovationen und geringen Preisen für die Konsumenten.

Dies ist jedoch nicht mehr die Welt, in der wir leben. Der Eigentümer Ihrer Bank oder Ihrer Fluggesellschaft besitzt oft auch Anteile an der Konkurrenz. Solche Eigentümerverflechtungen sind mittlerweile in wichtigen Branchen die Regel. Denn wenn nun eine der Firmen aggressiven Wettbewerb betreibt, um den Konkurrenten Konsumenten abzutreiben und ihren Gewinn zu erhöhen, schadet sie dem Interesse der Branche insgesamt – und damit dem Interesse ihrer größten und mächtigsten Eigentümer. Diese interessieren sich nämlich nicht für die Gewinne oder Risiken eines einzelnen Unternehmens, sondern für den Wert ihres gesamten Portfolios und damit eben regelmäßig für den Gewinn der gesamten Branche. Dieser ist größer, wenn der Wettbewerb zwischen den Unternehmen der Branche gering ist. Wenn sich also große Teile der Eigentumsrechte ganzer Industrien in Fondsgesellschaften bündeln, führt dies unweigerlich zu einer Inkongruenz zwischen dem Gewinninteresse eines einzelnen Unternehmens und dem Gewinninteresse seiner Eigentümer.

Kein Interesse an aggressivem Wettbewerb

Die Anreize der Unternehmen unter einer diversifizierten Eigentümerstruktur sind andere als die, die im Lehrbuch der Volkswirtschaftslehre nachzulesen sind. Denn wenn nun eine der Firmen aggressiven Wettbewerb betreibt, um den Konkurrenten Konsumenten abzutreiben und ihren Gewinn zu erhöhen, schadet sie dem Interesse der Branche insgesamt – und damit dem Interesse ihrer größten und mächtigsten Eigentümer. Diese interessieren sich nämlich nicht für die Gewinne oder Risiken eines einzelnen Unternehmens, sondern für den Wert ihres gesamten Portfolios und damit eben regelmäßig für den Gewinn der gesamten Branche. Dieser ist größer, wenn der Wettbewerb zwischen den Unternehmen der Branche gering ist. Wenn sich also große Teile der Eigentumsrechte ganzer Industrien in Fondsgesellschaften bündeln, führt dies unweigerlich zu einer Inkongruenz zwischen dem Gewinninteresse eines einzelnen Unternehmens und dem Gewinninteresse seiner Eigentümer.

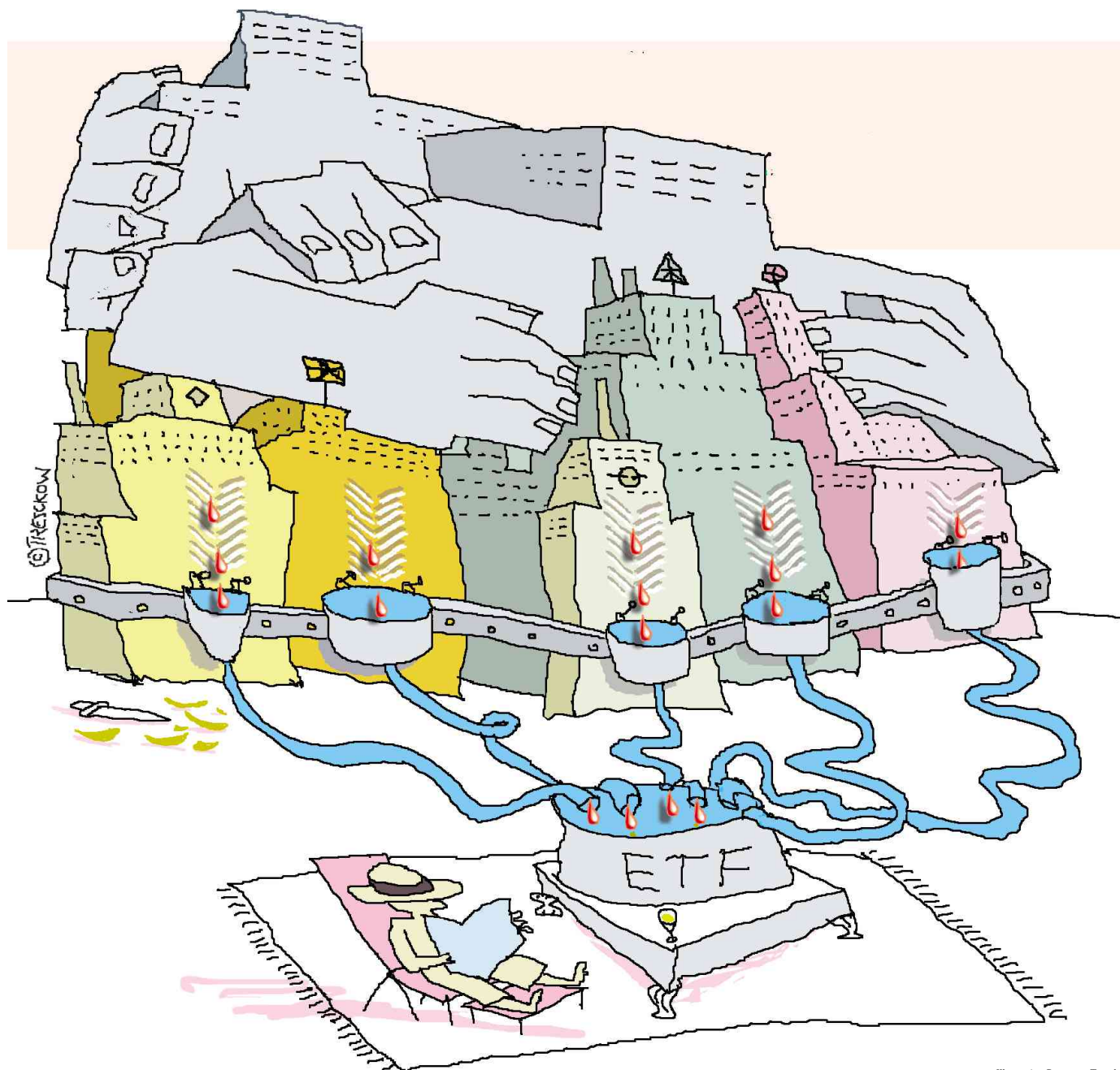


Illustration Peter von Treuschow

Deshalb haben große Vermögensverwalter geringere Anreize, ihre Portfoliounternehmen zu Gewinnmaximierung zu treiben. Dies kann dem Wettbewerb und damit der Quelle des Wohlstands moderner Gesellschaften schaden.

Problematische Eigentümerstrukturen sind übrigens nicht nur auf passive Diversifizierung zurückzuführen, sondern in manchen Fällen auch das Resultat von Entscheidungen aktiver Investoren. Ein aktiver Vermögensverwalter ist beispielsweise der größte Anteilseigner von zwei der größten Müllentsorgungsunternehmen der USA. Ein anderer hält große Anteile nicht nur an Burger King, sondern auch an den konkurrierenden Fast-Food-Ketten Chipotle's und Domino's Pizza. Auch hier kann in der Folge der Wettbewerb untergraben werden.

Höhere Flugticketpreise bei überlappender Eigentümerschaft

Prinzipiell müssen Eigentümerverflechtungen aber nicht nur negative Auswirkungen haben, sondern können auch Effizienzgewinne mit sich bringen. Zum Beispiel könnten Unternehmen in gemeinsamer Eigentümerschaft mehr geneigt sein, Geld in Innovationen zu investieren, von denen die ganze Branche profitiert. Deshalb untersucht eine zunehmende Zahl von Studien die Auswirkungen von Eigentümerverflechtungen. Dabei zeigt sich beispielsweise, dass in US-amerikanischen Märkten für Bankdienstleistungen, in denen dieselben Fondsgesellschaften mehr Anteile an den konkurrierenden Banken halten, die gezahlten Guthabenzinsen niedriger waren als in Märkten, in denen unterschiedliche Eigentümer die Kontrolle über die jeweiligen Banken haben. Auch legen verschiedene Studien US-amerikanischer Flugticketpreise nahe, dass diese durch überlappende Eigentümerschaft ansteigen. Das Resultat wurde von unterschiedlichen Forschergruppen bestätigt. Robuste Evidenz für Effizienzgewinne wurde bislang nicht gefunden.

Neueste Forschungsarbeiten beschärfen sich mit der Frage, durch welche Mechanismen der Wettbewerb abge-

schwächt wird. Tatsächlich bedarf es dafür keiner Preisabsprachen zwischen den Unternehmen oder einer aktiven Einflussnahme der diversifizierten Eigentümer. Die neue Eigentümerstruktur könnte auch für sich genommen schon Anreiz genug für die Manager sein, sich im Wettbewerb weniger anzustrengen, sei es durch höhere Preise oder durch weniger Kostendruck und weniger Innovationen. Letztlich ist es ja die Erwartungshaltung an Manager, dass sie die Interessen der Eigentümer ihres Unternehmens bei ihren Geschäftsstrategien berücksichtigen.

Verflechtung beeinflusst, wie Manager entlohnt werden

Darüber hinaus gibt es aber auch Hinweise, dass die Eigentümer und ihre Vertreter nicht nur passiv ihre Manager walten lassen, sondern zuweilen aktiv Einfluss entlang ihrer Interessen ausüben. Eine neue Studie der 2000 größten US-amerikanischen Unternehmen legt etwa nahe, dass je stärker die Eigentümerstruktur eines Marktes verflochten ist, desto weniger die Eigentümer ihre Manager in Abhängigkeit vom Erfolg des jeweiligen Unternehmens entlohnen. Dies ist im Einklang mit der theoretischen Erwartung: Eigentümer einer ganzen Branche schätzen Manager, die wenig motiviert sind, den Wettbewerbern Konkurrenz zu machen.

Erste Pilotstudien im Experimentallabor sowie spieltheoretische Überlegungen legen zudem nahe, dass die Gewinne, die mit der Monopolisierung von Märkten einhergehen, schon für sich genommen ein hinreichender Anreiz für das Verflechten von Eigentümerstrukturen sein können. Das klassische Risikoargument für Diversifikation auf Finanzmärkten ist weder in Theorie noch im Laboratorium zwingend notwendig, um das Entstehen von Eigentümerverflechtungen zu verstehen.

Nun könnte man aus alldem schlussfolgern, dass Diversifikation einen Zielkonflikt erzeugt: Sie nutzt den Investoren im Finanzmarkt, aber hemmt die Wohlfahrt der Konsumenten in anderen Märkten. Doch auch dieser Schluss

wäre voreilig, denn selbst für die Investoren kann der Schuss nach hinten losgehen. Für den einzelnen Anleger ist Diversifikation zwar zweifellos empfehlenswert. Aber dasselbe gilt nicht notwendigerweise für die Investoren insgesamt: Der Erfolg der Indexfonds führt zu einer erhöhten Nachfrage nach Aktien. Dies lässt die Aktienkurse steigen und in der Folge die Aktienrenditen abschmelzen. Theoretisch lässt sich daher nicht ausschließen, dass die Renditen im Ergebnis unter dem Erfolg der Indexfonds leiden. Wie im Gefangenendilemma könnte also individuell vorteilhaftes Verhalten zu einem kollektiven Problem werden.

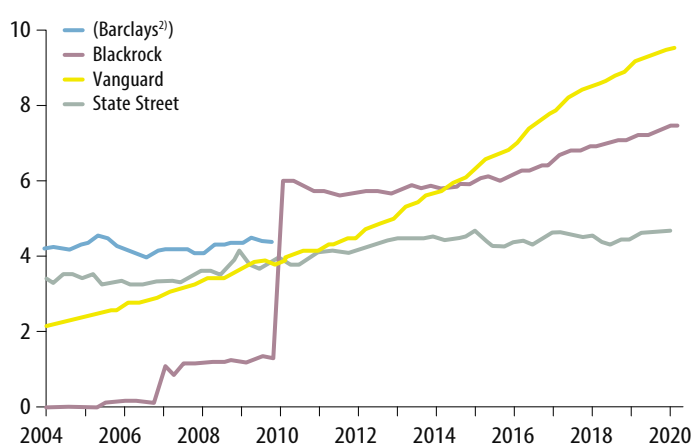
Was ist zu tun? Die Herausforderung ist groß, denn die Schattenseiten der Diversifizierung offenbaren die Widersprüche von Doktrinen, die alle zu Recht als Eckpfeiler der Marktwirtschaft gelten: Investoren sollen diversifizieren, Manager sollen sich im Interesse ihrer Eigentümer verhalten, und Unternehmen sollen miteinander konkurrieren. Zusammengenommen können diese Forderungen zu Zielkonflikten führen, die nicht nur akademisch spannend sind. Auch die Regulierung sollte nicht untätig bleiben. Schon Investoren mit weniger als 25 Prozent der Anteile können erheblichen Einfluss auf ihre Portfoliounternehmen ausüben – ob durch aktive Einmischung in die Unternehmensstrategie oder einfach durch die Abwesenheit von Druck auf Manager, aggressiver zu konkurrieren. Doch solche Investoren agieren typischerweise unter dem Radar der Behörden. Der Gesetzgeber ist angesichts der massiv fortschreitenden Konzentration von Eigentümern in den Händen großer Vermögensverwalter deswegen gut beraten, diesem Thema mehr Aufmerksamkeit zu schenken.

Axel Ockenfels ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität zu Köln und Direktor des Kölner Labors für Wirtschaftsforschung.

Martin Schmalz ist Professor für Finanz- und Wirtschaftswissenschaften an der Saïd Business School der Universität Oxford.

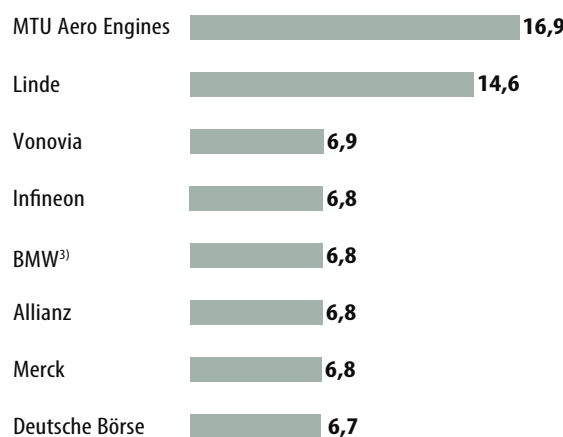
Der Siegeszug der ETF

Durchschnittliche Beteiligung der drei großen ETF an den größten amerikanischen Unternehmen¹⁾, in Prozent



1) Durchschnittlicher Anteil des Eigenkapitals der S&P 500-Firmen im Besitz der „Big 3“. 2) 2009: Blackrock kündigt Übernahme der Barclays Vermögensverwaltung an. 3) BMW Stamm- und Vorzugsaktien. /Quelle: Amel-Zadeh/Kaesper/Schmalz; Bloomberg /F.A.Z.-Grafikbüro.

ETF-Anbieter Blackrock ist Aktionär aller Dax-Konzerne, Auswahl: Beteiligung in Prozent (Stand Jan. 2023)



Bitte viele Wilhelmshaven!

Von Jörg Krämer

Die Stromleitung vom windreichen Norden in den Süden Deutschlands wird seit zehn Jahren geplant, und kein Meter ist gebaut. Der Neubau der gesperrten Autobahnbrücke bei Lüdenscheid soll sechs Jahre dauern. Auf deutschem Gebiet gibt es für das Güterbahnprojekt von Rotterdam nach Genua auf weiten Strecken noch nicht einmal Baurecht, obwohl die Schweizer das Gotthardmassiv durchbohrt und den Schienenverkehr in Betrieb genommen haben. Trotzdem gelang es in Wilhelmshaven, innerhalb von nur einem halben Jahr, sowohl ein Terminal und Wiederverdampfen von Flüssiggas (LNG) zu bauen als auch eine 26 Kilometer lange Pipeline, die das Gas ins Netz einspeist. Was liegt näher, als Wilhelmshaven zur Blaupause für ganz Deutschland zu machen?

Ein Grund für das Rekordtempo in Wilhelmshaven ist das LNG-Beschleunigungsgesetz. Es bestimmt, dass der Bau der LNG-Terminals im „überragenden öffentlichen Interesse“ ist. Diese Feststellung ist wichtig, weil sie Abwägungsentscheidungen der Behörden und Gerichte in der Regel zugunsten eines raschen Baus ausfallen lässt. Vor allem entschärft das LNG-Gesetz Regelungen in vielen anderen Gesetzen, die für überlange Genehmigungszeiten verantwortlich sind. So durfte in Wilhelmshaven auf eine Umweltverträglichkeitsprüfung verzichtet werden. Die im Immissionsschutzgesetz vorgeschriebene Auslegungs- und Einwendungsfrist wurde auf jeweils eine Woche verkürzt. Die im Naturschutzgesetz für Flächenverbrauch geforderten Ausgleichs- und Ersatzmaßnahmen

dürfen bis zu zwei Jahre später erfolgen als üblich. Auf öffentliche Ausschreibungen durfte verzichtet werden. Erörterungstermine und mündliche Verhandlungen konnten durch Online-Konsultationen ersetzt werden.

Der Erfolg in Wilhelmshaven geht nicht nur auf das LNG-Beschleunigungsgesetz zurück, sondern auch auf die Zusammenarbeit der Behörden. Unter der Leitung eines Staatssekretärs trafen sich einmal in der Woche alle Behörden, die für die Genehmigung zuständig waren, um sich abzustimmen, Probleme zu lösen und das Projekt voranzutreiben. Politischer Wille zum schnellen Bau spielte eine große Rolle.



Nicht jedes Detail von Wilhelmshaven kann auf alle anderen Infrastrukturvorhaben übertragen werden. Aber dennoch sollte Wilhelmshaven als Vorbild dienen. Schließlich dürfte eine erfolgreiche Klimapolitik aus Sicht der Bundesregierung ebenso im überragenden öffentlichen Interesse liegen wie die Fertigstellung der LNG-Terminals. Dabei geht es aber nicht nur um den raschen Bau von Windrädern. Damit Deutschland bis 2045 klimaneutral wird, braucht es ein hohes Tempo auch bei neuen Stromleitungen, beim klimagerechten Umbau der zahllosen Industrieanlagen, beim Aufbau der Wasserstoffwirtschaft sowie bei neuen Bahnstrecken. Wenn es der Bundesregierung mit der Klimawende ernst ist, sollte sie sich Wilhelmshaven zum Vorbild nehmen und den Wildwuchs beim Genehmigungs- und Planungsrecht zurechtstutzen.

Der Autor ist Chefvolkswirt der Commerzbank.

WIRTSCHAFTSBÜCHER

Warum Menschen aufbrechen

Migration verändert Heimat- und Zielländer

Wo man als Kind zur Welt kommt und später lebt, erachtet der Bielefelder Soziologe Thomas Faist als äußerst wichtig für das eigene Schicksal. Weil vor allem viele Menschen auf der Südhälfte der Erde leben, verlassen immer mehr ihre Heimat und suchen ihr Glück dauerhaft in der Fremde. Was das für ihre Herkunftsländer bedeutet und was der Aufbruch mit den reichen Zielländern im globalen Norden macht, thematisiert Faist in seinem neuen Buch. Als Titel für seine Analyse, warum Menschen aufbrechen, hat er „Exit“ gewählt.

Das englische Wort steht für Abfahrt oder Ausfahrt, Abgang oder Auszug, in der Medizin mit lateinischer Endung auch für Tod und Sterben. Faist bezeichnet mit dem Terminus „die Entscheidung, die eigene Heimat zu verlassen, weil es dort keine Perspektive mehr gibt“. Er wertet die Wanderungsbewegungen vom Süden in den Norden, besonders die Abwanderung aus verarmten, klimagebirgigen Gebieten auf dem afrikanischen Kontinent, als „postkolonialen Fluss in die umgekehrte Richtung“ und als drängendstes politisches Phänomen unserer Zeit. Besonders im globalen Süden sei der Aufbruch in die Ferne zur Alternative für sozialen Protest geworden und entwickle sich damit zum Treiber neuer Konflikte sowohl in ihrer Heimat wie in den Ankunftsstaaten. Die Aufsplitterung der europäischen Parteienlandschaft habe damit ursächlich zu tun. Ebenso die immer rigideren Maßnahmen dort gegen Migration, die das soziale Gefälle zwischen Nord und Süd verschärfen, statt es zu mildern.

Faists Publikation basiert auf seiner vor drei Jahren bei Oxford University Press veröffentlichten Studie „The Transnationalized Social Question: Migration and the Politics of Social Inequalities in the Twenty-First Century“. Sein neuer Text stellt Migration bewusst in einen breiteren Zusammenhang der Sozialstruktur und der Politik sozialer Ungleichheiten. Die transnationalisierte soziale Frage betrachtet er als den zentralen Konflikt unserer Tage, der sich auf ganz verschiedenen Ebenen abspiele.

Faist warnt vor der einfachen These einer immer stärker werdenden Massenmigration. Die Hintergründe handelt er in drei Teilen ab. Im ersten umfangreichsten geht es historisch und theoretisch um globale Migration. Der zweite Teil äußert sich zur sozialen Frage. Der dritte Teil paart Wanderungsbewegungen mit den aktuellen ökologischen Herausforderungen. Gefragt wird auch danach, welche Arten sozialer Ungleichheiten die Migration überhaupt antreiben, inwiefern sich in den letzten beiden Jahrhunderten die Reaktion von Menschen und Gruppen auf soziale Ungleichheiten gewandelt hat und inwiefern sich die soziale Sicherung verändert. Zudem geht es darum, wie sich politische Konflikte um Klasse und Kul-

tur in den Herkunfts- und Zielländern äußern. Und – ganz aktuell – wie der Zusammenhang zwischen Klimawandel, Umwelterstörung und Migration verständlich gemacht werden kann. Das Schlusskapitel will in Thesenform aus Sicht der Migrationsforschung eine neue, faire Politik befördern, mit der Mobilität über Grenzen hinweg für alle Beteiligten Gewinn bringt.

Lebensgeschichten, Erfolge und Nöte einzelner Migranten sucht man in Faists Buch vergebens. Auch auf Panikmache wird verzichtet. „Schreckensszenarien“ seien nicht der Grund, warum er „Exit“ geschrieben habe, sagt der Autor. Die Zahlen von Migration und Flucht, die in der Politik genannt würden, seien oft übertrieben und begrifflich schief. Faist spricht von 280 Millionen Menschen, die im Jahr 2020 weltweit über Staatsgrenzen hinweg emigrierten. Der Anteil von Migranten und Migrantinnen an der Weltbevölkerung sei damit von 2,5 Prozent im Jahr 1960 auf 3,6 Prozent gestiegen. Die Quote grenzüberschreitender Migration habe sich in der letzten Zeit bis Mitte der 2010er-Jahre kaum verändert: „Seit 1990 wurde etwa 1,1 bis 1,3 Prozent der Weltbevölkerung über Grenzen hinweg mobilisiert. Dieser Anteil ist relativ stabil geblieben.“

Global gesehen scheint relative Immobilität innerhalb des Wohndandes die Regel. Offenbar bildet auch Europa kein neues den zentralen Fluchtpunkt grenzüberschreitender Mobilität und Migration: „Die größten grenzüberschreitenden Bewegungen gab es zwischen Süd- und Westasien, insbesondere aus Südostasien in die Staaten am Persischen Golf, von Lateinamerika nach Nordamerika und innerhalb Afrikas.“ Die aktuelle Lage verschiebt allerdings etwas das Bild: „Die Fluchtmigration innerhalb von Europa hat seit dem Beginn des Krieges in der Ukraine (2022) einen Umfang angenommen, der in der jüngeren Vergangenheit noch am ehesten mit Flucht und Vertreibung direkt nach dem Zweiten Weltkrieg vergleichbar ist.“

Faists 400 Seiten, davon allein 56 am Ende dicht gedrängt mit Anmerkungen, sind sprachlich wie inhaltlich akademisch orientiert und damit nicht unbedingt süffig zu lesen. Die komplexen Darlegungen zeigen, wo die junge Migrationsforschung Ansatzpunkte sucht, um dem breiten öffentlichen Interesse an den Ursachen globaler Fluchtbewegungen begegnen zu können. Bislang scheinen die Ausgangspositionen noch eher kontrovers. Thomas Faist denkt vergleichsweise moderat, wenn er Migranten als Personifizierung der sozialen Frage im 21. Jahrhundert charakterisiert und dazu festhält: „Über die Migration wandert die globale Dimension sozialer Ungleichheit in den Wohlfahrtsstaat ein.“

ULLA FÖLSING
Thomas Faist: Exit. Warum Menschen aufbrechen. Globale Migration im 21. Jahrhundert. C. H. Beck Verlag, München 2022, 400 Seiten, 32 Euro.