

# Europäisches Wirtschaftsrecht

Jonas Weller

## Aktionärsstruktur und Wettbewerb

Eine theoretische und empirische Untersuchung zur  
kartellrechtlichen Bedeutung von Common Ownership  
am Beispiel BlackRock

Nomos | C.H. Beck

# **Europäisches Wirtschaftsrecht**

**Begründet von**

**Prof. em. Dr. Dr. h.c. Jürgen Basedow†**

**Prof. em. Dr. Dr. h.c. Klaus Hopt**

**Prof. em. Dr. Wulf-Henning Roth**

**Herausgegeben von**

**Prof. Dr. Thomas Ackermann, LL.M.**

**Prof. Dr. Christian Heinze, LL.M.**

**Prof. Dr. Patrick C. Leyens, LL.M.**

**Prof. Dr. Rupprecht Podszun**

**Prof. Dr. Wolfgang Wurmnest, LL.M.**

**Band 87**

Jonas Weller

# Aktionärsstruktur und Wettbewerb

Eine theoretische und empirische Untersuchung zur  
kartellrechtlichen Bedeutung von Common Ownership  
am Beispiel BlackRock



**Nomos**



Open-Access-Förderung durch die Max-Planck-Gesellschaft.

**Die Deutsche Nationalbibliothek** verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Düsseldorf, Univ., Diss., 2024

1. Auflage 2025

© Jonas Weller

Publiziert von  
Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG  
Waldseestraße 3–5 | 76530 Baden-Baden  
[www.nomos.de](http://www.nomos.de)

Gesamtherstellung:  
Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG  
Waldseestraße 3–5 | 76530 Baden-Baden

ISBN (Print): 978-3-7560-2419-3

ISBN (ePDF): 978-3-7489-5294-7

DOI: <https://doi.org/10.5771/9783748952947>

D 61



Onlineversion  
Nomos eLibrary



Dieses Werk ist lizenziert unter einer Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz.

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2024/2025 von der Juristischen Fakultät der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung konnten bis Mai 2024 berücksichtigt werden.

Mein herzlicher Dank gilt an erster Stelle meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Rupprecht Podszun für die hervorragende Betreuung, den stets inspirierenden Austausch sowie die große wissenschaftliche und methodische Freiheit bei der Entstehung dieser Arbeit. Sein Verständnis von Wissenschaft prägt mich und dieses Werk. Herrn Prof. Dr. Christian Kersting danke ich für die rasche Erstellung des Zweitgutachtens sowie – zusammen mit dem Vorgenannten und Herrn Prof. Dr. Thilo Kuntz – für die spannende Diskussion in der mündlichen Prüfung.

Dem Max-Planck-Institut für Innovation und Wettbewerb in München bin ich für die Förderung meiner Promotion sehr verbunden. Dort ist der Großteil dieser Arbeit entstanden. An die Zeit am Institut erinnere ich mich gerne zurück; sie hat mich fachlich und persönlich sehr bereichert. Außerdem danke ich der Max-Planck-Gesellschaft für die Übernahme eines großen Teils der Kosten für die Open Access-Veröffentlichung.

Für seine wertvollen Anmerkungen beim Korrekturlesen der Arbeit sowie den stets geschätzten fachlichen Austausch möchte ich Herrn Dr. Manuel Bogenreuther danken.

Mein größter Dank gilt meiner Familie und meinen Freunden. Besonders hervorheben möchte ich meine Eltern, Birgit Weller und Prof. Dr. Wolfgang Weller, die mich schon mein ganzes Leben unterstützen und ein unverzichtbarer Rückhalt sind. Gleichermaßen gilt für meinen Bruder Niklas Weller, der diese Arbeit durch viele Gespräche im interdisziplinären Austausch bereichert hat. Ihm und meinem Vater danke ich außerdem für das Korrekturlesen und die wertvollen Anmerkungen. Schließlich möchte ich mich ganz besonders bei meiner Partnerin Inke Möcklinghoff bedanken. Sie hat mich immer motiviert und ihre stetige Unterstützung hat mich durch die Höhen und Tiefen dieser Arbeit getragen.

Frankfurt am Main, im März 2025

Jonas Weller



# Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	9
Zusammenfassung	21
Erstes Kapitel: Einführung	23
A. Untersuchungsgegenstand	23
B. Forschungsfrage	25
C. Methodik und Gang der Darstellung	26
Zweites Kapitel: Das Marktstrukturphänomen indirekter Horizontalverflechtungen	29
A. Begriffliche Grundlagen	29
B. Ursachen für indirekte Horizontalverflechtungen	38
C. Ausmaß und Entwicklung indirekter Horizontalverflechtungen	49
D. Empirische Erkenntnisse der Ökonomie zu möglichen Auswirkungen	64
E. Zwischenergebnis zum Zweiten Kapitel	66
Drittes Kapitel: Wettbewerbliche Schadenstheorien ( <i>Theories of Harm</i> )	69
A. Theoretische Grundlagen und Herleitung	69
B. Schadenstheorien zu indirekten Horizontalverflechtungen	81
C. Zwischenergebnis zum Dritten Kapitel	101
Viertes Kapitel: Systematisierung der Aktionärsstruktur	103
A. Notwendigkeit einer wettbewerblichen Betrachtung des Zusammenwirkens aller Aktionäre	103

## *Inhaltsübersicht*

B. Einteilung der Aktionäre	104
C. Typische Vertreter der Aktionärsgruppen	119
D. Zwischenergebnis zum Vierten Kapitel	144
 Fünftes Kapitel: Theoretische Überprüfung der zwei Grundannahmen	 145
A. Erste Grundannahme: Beeinflussung des Wettbewerbsverhaltens von Portfoliounternehmen	145
B. Zweite Grundannahme: Gesamtbrancheninteresse	171
C. Zwischenergebnis zum Fünften Kapitel	190
 Sechstes Kapitel: Empirische Analyse zum Gesamtbrancheninteresse BlackRocks	 193
A. Methodik	193
B. Untersuchungsgegenstand: Portfolios der ETFs von BlackRock	206
C. Datensatz	212
D. Deskriptiv-statistische Auswertung	217
E. Analyseergebnisse	233
F. Gesamtwürdigung der Ergebnisse	284
G. Zwischenergebnis zum Sechsten Kapitel	290
 Siebtes Kapitel: Fazit	 291
A. Erkenntnisse für die Schadenstheorie	291
B. Lehren für den Gesetzgeber	293
C. Lehren für die Rechtsdurchsetzung	295
D. Blick in die Zukunft	296
 Literaturverzeichnis	 297
Anhang	309
A. Datensatz und Programmcode	309
B. Auswertungstabellen	309

# Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	21
Erstes Kapitel: Einführung	23
A. Untersuchungsgegenstand	23
B. Forschungsfrage	25
C. Methodik und Gang der Darstellung	26
Zweites Kapitel: Das Marktstrukturphänomen indirekter Horizontalverflechtungen	29
A. Begriffliche Grundlagen	29
I. Minderheitsbeteiligung	29
II. Arten von Minderheitsbeteiligungen	30
1. Kontrollierende Minderheitsbeteiligungen	31
2. Nichtkontrollierende aktive Minderheitsbeteiligungen	33
3. Nichtkontrollierende passive Minderheitsbeteiligungen	33
III. Arten von Horizontalverflechtungen über Minderheitsbeteiligungen	34
1. Direkte Horizontalverflechtung	35
2. Indirekte Horizontalverflechtung	36
B. Ursachen für indirekte Horizontalverflechtungen	38
I. Aufstieg institutioneller Investoren	38
1. Zahlen	39
2. Gründe	41
II. Aufstieg von Aktien zur wichtigsten Anlageklasse	41
III. Diversifikation als zentrales Element der Anlagestrategien in der Vermögensverwaltung	43
1. Aktive Anlagestrategien	43
2. Passive Anlagestrategien	44
3. Das Konzept der Diversifikation	45

## Inhaltsverzeichnis

4. Auswirkungen der Diversifikation auf die Beteiligungsstrukturen	47
C. Ausmaß und Entwicklung indirekter Horizontalverflechtungen	49
I. Deutschland	49
1. Analyse der Monopolkommission	49
2. Analyse des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung	54
3. Fazit	56
II. Europäische Union	56
1. Analyse des Europäischen Parlaments	56
2. Analyse der Europäischen Kommission	58
3. Fazit	59
III. USA	60
IV. Entwicklung	63
D. Empirische Erkenntnisse der Ökonomie zu möglichen Auswirkungen	64
E. Zwischenergebnis zum Zweiten Kapitel	66
 Drittes Kapitel: Wettbewerbliche Schadenstheorien ( <i>Theories of Harm</i> )	69
A. Theoretische Grundlagen und Herleitung	69
I. Wettbewerbliche Schadenstheorien als Folge der Ökonomisierung des Kartellrechts	70
1. Charakterisierung des Wettbewerbs	70
2. Wettbewerbstheoretische Leitbilder	71
3. Ziele des modernen Kartellrechts in der EU und Deutschland	73
a) Wettbewerbsfreiheit und ordoliberaler Ursprung	73
b) Wohlfahrt und der <i>more economic approach</i>	75
c) Stellungnahme und Einordnung der wettbewerblichen Schadenstheorie	76
II. Begriff und Konzept der Schadenstheorie	77
III. Anforderungen an die Schadenstheorie	79

B. Schadenstheorien zu indirekten Horizontalverflechtungen	81
I. Bestimmung der Vergleichsszenarien	81
1. Untersuchungsszenario mit indirekter Horizontalverflechtung	82
2. Alternativszenario ohne Horizontalverflechtung	82
II. Schadenstheorie zu unilateralen Effekten	82
1. Rückgriff auf etablierte Schadenstheorien	83
2. Veränderung der Preissetzungsanreize	84
a) Alternativszenario ohne Horizontalverflechtung	84
b) Horizontaler Zusammenschluss	86
c) Direkte Horizontalverflechtung	86
aa) Auswirkungen auf das erwerbende Unternehmen	86
bb) Auswirkungen auf das erworbene Unternehmen	87
d) Untersuchungsszenario indirekte Horizontalverflechtung	89
aa) Übertragbarkeit der Preissetzungsanreize	89
bb) Modellannahmen der Übertragbarkeit	91
cc) Marktbedingungen	91
3. Zusammenfassung und Definition der Grundannahmen	92
III. Schadenstheorie zu koordinierten Effekten	93
1. Vereinfachung expliziter Kollusion	93
2. Implizite Kollusion	94
3. Signalwirkung	96
4. Zusammenfassung und Stellungnahme	97
IV. Aufgreifen der Schadenstheorien durch die Kommission	97
1. Fusionskontrollentscheidung <i>Dow/DuPont</i>	98
2. Fusionskontrollentscheidung <i>Bayer/Monsanto</i>	100
C. Zwischenergebnis zum Dritten Kapitel	101
Viertes Kapitel: Systematisierung der Aktionärsstruktur	103
A. Notwendigkeit einer wettbewerblichen Betrachtung des Zusammenwirkens aller Aktionäre	103

## Inhaltsverzeichnis

B. Einteilung der Aktionäre	104
I. „Klassische“ Aufteilung der Aktionäre in der aktienrechtlichen Literatur	105
II. Ansätze in der deutschsprachigen Literatur	107
1. Diversifizierte Anleger / Common Owner	107
2. Institutionelle Investoren	107
3. Institutionelle Investoren versus Insider-Investoren	110
4. Zwischenergebnis	110
III. Ansätze in der englischsprachigen Literatur	111
1. Common Owner / Horizontal Shareholder	111
2. Institutional Investor	111
3. Common Concentrated Owner und Noncommon Concentrated Owner	112
4. Zwischenergebnis	112
IV. Drei Aktionärsgruppen anhand zweier Unterscheidungen	113
1. Ziele und Begrifflichkeit	113
2. Abgrenzung im Einzelnen	115
a) Abgrenzungsmerkmal Einfluss	115
b) Abgrenzungsmerkmal horizontale Diversifikation	118
c) Zusammenfassung	118
C. Typische Vertreter der Aktionärsgruppen	119
I. Horizontal-diversifizierte Großaktionäre	119
1. Traditionelle institutionelle Investoren	119
a) Unabhängige Vermögensverwalter	120
aa) Geschäftsmodell	120
(1) Herkömmliche (aktive) Investmentfonds	121
(2) Trend zu (passiven) ETFs	122
bb) Große Bedeutung als horizontal-diversifizierte Großaktionäre	124
cc) Die <i>Big Three</i>	125
b) Banken	126
c) Versicherungen	127
d) Pensionsfonds	128
2. Staatsfonds	128
a) Definition und Kategorien	129
b) Beispiele für Staatsfonds als horizontal-diversifizierte Großaktionäre	130

3. Beteiligungsgesellschaften	132
4. Vergleich der verschiedenen horizontal- diversifizierten Großaktionäre	135
II. Strategische Großaktionäre	136
1. Privatpersonen, Familien und Stiftungen	136
2. Mutter- und Beteiligungsgesellschaften	137
3. Aktivistische institutionelle Investoren	138
4. Staaten	138
III. Kleinaktionäre	139
IV. Anteilsverhältnisse	140
1. Deutschland und Europa	140
2. USA	142
3. Zusammenfassung und Schlussfolgerung	143
D. Zwischenergebnis zum Vierten Kapitel	144
Fünftes Kapitel: Theoretische Überprüfung der zwei Grundannahmen	145
A. Erste Grundannahme: Beeinflussung des Wettbewerbsverhaltens von Portfoliounternehmen	145
I. Direkte Einflussnahme	146
1. Formelle Einflussnahme	147
a) Stimmrechtsausübung	147
b) Sonstige Aktionärsrechte	149
2. Informelle Einflussnahme	149
a) Bilaterale Kommunikation	150
b) Öffentliche Erklärungen	152
c) Druckmittel	152
aa) Veräußerung von Aktien	152
bb) Öffentliche Kritik	153
cc) Karriere der Manager	153
3. Rechtliche Grenzen	154
a) Kartellrecht	155
aa) Kartellverbot im Verhältnis zwischen Investor und Portfoliounternehmen	155
bb) Kartellverbot im Verhältnis zwischen Portfoliounternehmen	156

## Inhaltsverzeichnis

b)	Gesellschaftsrecht	157
aa)	Aktienrechtliche Treuepflicht	158
bb)	Gleichbehandlungsgebot	159
c)	Kapitalmarktrecht	160
4.	Bewertung für die Gruppen der horizontal-diversifizierten Großaktionäre	160
a)	Vermögensverwalter	161
b)	Staatsfonds	163
c)	Beteiligungsgesellschaften	163
II.	Indirekte Einflussnahme	163
1.	Vorstandsvergütung	163
2.	Förderung von defensiven Vorständen und Aufsichtsräten	164
3.	Bewertung für die Gruppen der horizontal-diversifizierten Großaktionäre	165
III.	Passivität als Mechanismus	166
IV.	Zusammenwirken der Aktionäre	167
1.	„Koalition“ der horizontal-diversifizierten Großaktionäre	167
2.	Konsens und Konflikt zwischen horizontal-diversifizierten Großaktionären und strategischen Großaktionären	168
3.	Abwesenheit strategischer Großaktionäre und die Rolle der Kleinaktionäre	169
4.	Zwischenergebnis	169
V.	Zwischenergebnis zur ersten Grundannahme	170
B.	Zweite Grundannahme: Gesamtbrancheninteresse	171
I.	Begründung der Interessenbetrachtung auf Branchenebene	172
II.	Vermögensverwalter	173
1.	Einheitliches Interesse	173
a)	Mögliche Interessenkonflikte	174
aa)	Wirtschaftliche Interessen der Anleger	174
bb)	Wirtschaftliches Interesse des Verwalters	175
cc)	Mögliche Konflikte	176
b)	Rechtlicher Schutz des Anlegerinteresses	177
aa)	Ausgestaltung in Deutschland	177
(1)	Rechtlicher Rahmen	177

(2) Investmentdreieck	178
(3) Interessenwahrungspflicht	180
bb) Internationale Perspektive	181
c) Probleme bei der praktischen Ausgestaltung	182
d) Möglichkeiten der rechtlichen Durchsetzung	183
e) Zwischenergebnis	185
2. Beteiligungen in vor- und nachgelagerten sowie komplementären Märkten	185
3. Wettbewerbsdruck durch nichtverflochtene Unternehmen	187
4. Schlussfolgerung	188
III. Staatsfonds	189
IV. Beteiligungsunternehmen	189
V. Zwischenergebnis zur zweiten Grundannahme	190
C. Zwischenergebnis zum Fünften Kapitel	190
 Sechstes Kapitel: Empirische Analyse zum Gesamtbrancheninteresse BlackRocks	193
A. Methodik	193
I. Darstellung der Methode	194
1. Empirisch-quantitative Analyse	194
2. Beschreibungsmodell unter Verwendung deskriptiver Statistik	195
II. Diskussion der Methode	197
1. Legitimation empirischer Rechtswissenschaft	197
a) Rechtswissenschaft und Empirie	197
b) Interdisziplinäres Grundverständnis	201
c) Fazit	203
2. Legitimation des gewählten integrativen Ansatzes	204
III. Verwendete Software (Programmiersprache R)	205
B. Untersuchungsgegenstand: Portfolios der ETFs von BlackRock	206
I. Unternehmensbeschreibung	206
II. Einschränkung der untersuchten Grundgesamtheit auf ETFs	207
III. ETFs und ihre Funktionsweise	209
1. Passives Finanzprodukt	209
2. Grundlegende Funktionsweise	210

## Inhaltsverzeichnis

IV. Datenverfügbarkeit	212
C. Datensatz	212
I. Beschreibung	212
II. Datenerhebung /-quellen	214
III. Datenbereinigung	214
1. Entfernung der Currency-Hedged-ETFs	214
2. Angleichung des Formats für R	215
3. Einzelfragen	215
D. Deskriptiv-statistische Auswertung	217
I. Vorgehen in drei Schritten	217
1. Erstellen einer Auswertungstabelle für die untersuchte Branche	218
a) Beschreibung	218
b) Programmcode	218
2. Statistische Analyse der Häufigkeitsverteilung der Branchenabdeckung	220
a) Beschreibung	220
aa) Erhobene statistische Maßzahlen	221
bb) Modifizierung der Auswertungstabelle	222
cc) Grafische Darstellung	223
b) Programmcode	223
3. Gruppierung und Analyse der Beteiligungsmuster	224
a) Beschreibung	224
b) Programmcode	225
aa) Auswertung	226
bb) Vorarbeit: Berechnung des Fondsvolumen-Vektors	228
II. Unterscheidungskriterium Branche	230
1. Begründung des Unterscheidungskriteriums	230
2. Auswahl der Branchen	231
a) Orientierung an der Kommission	231
aa) Fusionskontrollentscheidungen	231
bb) JRC Technical Report	232
b) Ausgewählte Branchen	233
E. Analyseergebnisse	233
I. Agrarchemie	233
1. Einbezogene Unternehmen	233

2.	Statistische Auswertung	234
a)	Branchenabdeckung als Einheit	234
b)	Verteilung der Branchenabdeckung	235
c)	Beteiligungsmuster	236
3.	Einordnung der Ergebnisse	239
II.	Öl und Gas	240
1.	Einbezogene Unternehmen	240
2.	Statistische Analyse	242
a)	Branchenabdeckung als Einheit	242
b)	Verteilung der Branchenabdeckung	243
c)	Beteiligungsmuster	245
3.	Einordnung der Ergebnisse	247
III.	Elektrizität	249
1.	Einbezogene Unternehmen	249
2.	Statistische Analyse	250
a)	Branchenabdeckung als Einheit	250
b)	Verteilung der Branchenabdeckung	251
c)	Beteiligungsmuster	253
3.	Einordnung der Ergebnisse	255
IV.	Handelsplattformen für Finanzinstrumente	257
1.	Einbezogene Unternehmen	257
2.	Statistische Analyse	258
a)	Branchenabdeckung als Einheit	258
b)	Verteilung der Branchenabdeckung	259
c)	Beteiligungsmuster	261
3.	Einordnung der Ergebnisse	263
V.	Mobilfunk	265
1.	Einbezogene Unternehmen	265
2.	Statistische Analyse	266
a)	Branchenabdeckung als Einheit	266
b)	Verteilung der Branchenabdeckung	267
c)	Beteiligungsmuster	269
3.	Einordnung der Ergebnisse	271
VI.	Getränkeherstellung	273
1.	Einbezogene Unternehmen	273
2.	Statistische Analyse	275
a)	Branchenabdeckung als Einheit	275
b)	Verteilung der Branchenabdeckung	276

## Inhaltsverzeichnis

c) Beteiligungsmuster	278
3. Einordnung der Ergebnisse	280
VII. Vergleich der Branchenergebnisse	281
1. Branchenabdeckung	281
2. Beteiligungsmuster	283
3. Mögliche Ursachen für Gemeinsamkeiten und Unterschiede	283
F. Gesamtwürdigung der Ergebnisse	284
I. Zweifel am Gesamtbrancheninteresse	285
1. Geringe Branchenabdeckung der einzelnen ETFs	285
2. Interessenkonflikte durch unterschiedliche Beteiligungsmuster	286
3. Zusammenwirken von Branchenabdeckung und Interessenkonflikten	286
II. Einschränkungen der Aussagekraft	287
1. Auf ETFs fokussierter Datensatz	287
2. Auswahl der Branchen	288
3. Auswirkung des Fondsvolumens	288
III. Übertragbarkeit auf andere horizontal-diversifizierte Großaktionäre der Vermögensverwaltungsbranche	289
G. Zwischenergebnis zum Sechsten Kapitel	290
Siebtes Kapitel: Fazit	291
A. Erkenntnisse für die Schadenstheorie	291
B. Lehren für den Gesetzgeber	293
C. Lehren für die Rechtsdurchsetzung	295
D. Blick in die Zukunft	296
Literaturverzeichnis	297
Anhang	309
A. Datensatz und Programmcode	309
B. Auswertungstabellen	309
I. Agrarchemie	309
1. Beteiligungsmuster nach Anzahl	309

2. Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen	310
II. Öl und Gas	311
1. Beteiligungsmuster nach Anzahl	311
2. Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen	313
III. Elektrizität	316
1. Beteiligungsmuster nach Anzahl	316
2. Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen	318
IV. Handelsplattformen für Finanzinstrumente	321
1. Beteiligungsmuster nach Anzahl	321
2. Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen	323
V. Mobilfunk	325
1. Beteiligungsmuster nach Anzahl	325
2. Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen	327
VI. Getränkeherstellung	330
1. Beteiligungsmuster nach Anzahl	330
2. Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen	333



## Zusammenfassung

Diversifizierte Investmentbeteiligungen führen zu indirekten Horizontalverflechtungen zwischen börsennotierten Unternehmen (sog. „*Common Ownership*“). Obwohl es sich dabei regelmäßig um nichtkontrollierende Minderheitsbeteiligungen handelt, wird diskutiert, ob die Verflechtungen zu wettbewerbsmindernden Effekten führen, die rechtlich unterbunden werden sollten. Eine zentrale Bedeutung bei der Beantwortung der Frage nimmt die wettbewerbliche Schadenstheorie ein, deren Detailverständnis zu den Wirkmechanismen und Zusammenhängen jedoch noch unausgereift ist.

Die vorliegende Arbeit leistet einen Beitrag zu dieser Debatte, indem sie überprüft, ob sich unter Berücksichtigung der rechtlichen und tatsächlichen Rahmenbedingungen eine Schadenstheorie begründen lässt, die eine Verschärfung des Kartellrechts oder eine Regulierung der Vermögensverwaltungsbranche rechtfertigt. Es wird herausgearbeitet, dass die bisher entwickelte Schadenstheorie auf zwei Grundannahmen beruht. Die erste Annahme geht davon aus, dass horizontal-diversifizierte Großaktionäre („HGA“) das Wettbewerbsverhalten ihrer Portfoliounternehmen beeinflussen können. Die zweite Annahme unterstellt den HGA ein Gesamtbrancheninteresse, welches ein Interesse an Wettbewerb innerhalb der Branchen ihrer Beteiligungen ausschließe.

Beiden Grundannahmen stehen in der theoretischen Überprüfung begründete Zweifel entgegen. Die denkbaren Einflussnahmemöglichkeiten auf die Portfoliounternehmen eignen sich kaum für eine gezielte Einwirkung auf das operative Geschäft. Darüber hinaus bestehen enge rechtliche Grenzen durch das Kartell-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. Das Gesamtbrancheninteresse eines HGA muss im Einzelfall ermittelt werden. In der Theorie dürften Vermögensverwalter als die mit Abstand wichtigste Gruppe der HGA jedoch kein Gesamtbrancheninteresse haben, da sie als Treuhänder Kapital im Auftrag ihrer Anleger über verschiedene Fonds verwalten und Interessenkonflikten zwischen den Anlegergruppen unterliegen. Die empirisch-quantitative Auswertung am Beispiel der ETF-Portfolios des weltgrößten Vermögensverwalters BlackRock bestätigt die theoretischen Vorüberlegungen im Einzelfall und beweist, dass aufgrund von

## *Zusammenfassung*

Interessenkonflikten kein Gesamtbrancheninteresse von BlackRock in der Praxis besteht.

Für die Schadenstheorie folgt daraus, dass es ihr für eine Anwendung auf Vermögensverwalter als ihren meistdiskutierten Anwendungsfall an Plausibilität fehlt. Eine Verschärfung des Kartellrechts oder eine Regulierung zur Begrenzung indirekter Horizontalverflechtungen ist daher nicht angezeigt.