

Viertes Kapitel: Systematisierung der Aktionärsstruktur

Das Vierte Kapitel dient der Vorbereitung der Diskussion der zwei Grundannahmen in den folgenden Kapiteln. Zunächst wird die Notwendigkeit einer wettbewerblichen Betrachtung des Zusammenwirkens aller Aktionäre begründet (dazu A.) Sodann wird eine Systematisierung der Aktionärsstruktur eines börsennotierten Unternehmens vorgenommen (dazu B.). Dafür erfolgt eine Einteilung der Aktionäre in drei verschiedene Gruppen. Im Anschluss werden die wichtigsten Vertreter der jeweiligen Gruppen im Detail erläutert (dazu C.). Dabei wird insbesondere auf deren Geschäftsmodell und Interessen eingegangen. Die im Vierten Kapitel gewonnenen Erkenntnisse bilden die Grundlage für die spätere Bewertung der Auswirkungen verschiedener Aktionäre auf die Zielfunktion und damit das Wettbewerbsverhalten eines Unternehmens.

A. Notwendigkeit einer wettbewerblichen Betrachtung des Zusammenwirkens aller Aktionäre

Eine Betrachtung der gesamten Eigentümerstruktur wird bislang in der europäischen Marktstrukturkontrolle nicht vorgenommen. Das ist bei ihrer Ausgestaltung auch nicht nötig, denn Beteiligungen werden nur auf wettbewerbliche Auswirkungen überprüft, wenn sie eine alleinige oder gemeinsame Kontrolle des Unternehmens ermöglichen. In diesem Fall hat das die Beteiligung erwerbende Unternehmen einen bestimmenden Einfluss auf das Portfoliunternehmen und kann seine Interessen durchsetzen. Das in dieser Arbeit untersuchte Marktstrukturphänomen wird aber durch Minderheitsbeteiligungen diversifizierter Anteilseigner verursacht, deren Einfluss sehr unterschiedlich sein kann. Dieser hängt nicht ausschließlich an der Höhe der Beteiligung, sondern wird auch maßgeblich durch den Einfluss der anderen Eigentümer bestimmt. Weil Minderheitsbeteiligte das Portfoliunternehmen (im Regelfall) nicht kontrollieren, kann ihr Einfluss nicht losgelöst von dem der anderen Anteilseigner betrachtet werden. Daher ist eine Betrachtung der gesamten Eigentümerstruktur zwingend geboten.

Eigentümerstrukturen moderner Unternehmen können sehr kompliziert sein. Große Unternehmen sind häufig in Form von Kapitalgesellschaften organisiert, die im Regelfall mehrere verschiedene Eigentümer haben. Den Extremfall der Eigentümergeviertel und -viertel stellen die bei dieser Arbeit im Fokus stehenden börsennotierten Aktiengesellschaften dar. Durch die freie Handelbarkeit ihrer Unternehmensanteile in Form von Aktien haben sie oft tausende Eigentümer. Die Eigentümerstruktur – in diesem Fall Aktionärsstruktur genannt – kann dabei sehr unterschiedlich ausgestaltet sein. So kann es vorkommen, dass eine Aktiengesellschaft einen sehr starken Aktionär hat, der (weit) mehr als die Hälfte der Aktien besitzt und das Unternehmen kontrolliert. Häufig handelt es sich dabei um den Unternehmensgründer oder seine Familie. Auf der anderen Seite kommt es aber auch oft vor, dass die Eigentumsverhältnisse eines börsennotierten Unternehmens völlig zersplittert sind und kein einzelner Aktionär auch nur mehr als zehn Prozent der Aktien besitzt. Die Möglichkeiten eines Aktionärs im Rahmen der Corporate Governance auf das Unternehmen einzuwirken hängt daher immer auch von der Position und dem Einfluss der anderen Aktionäre ab.²⁹³ Bei der Bewertung der Auswirkungen einer Minderheitsbeteiligung auf das Wettbewerbsverhalten des Unternehmens müssen diese immer mitberücksichtigt werden.

Im Kern geht es daher um die Beurteilung der Konsequenzen der gesamten Aktionärsstruktur eines börsennotierten Unternehmens für sein Verhalten im Wettbewerb.²⁹⁴ Daher muss sich eine Analyse von der klassischen Denkweise lösen, dass die Betrachtung eines Aktionärs mitsamt seinen Interessen und seinem Einfluss ausreichend ist.

B. Einteilung der Aktionäre

Aus der Notwendigkeit der Betrachtung der gesamten Aktionärsstruktur ergibt sich die Folgefrage, wie die Aktionäre eines börsennotierten Unternehmens in Gruppen eingeteilt werden können, um ihre Auswirkungen auf das Unternehmensverhalten und das Wechselspiel zwischen ihnen analysieren zu können. Dazu werden zunächst die Ansätze der deutschsprachigen und englischsprachigen Literatur dargestellt und diskutiert. Darauf aufbauend

293 Vgl. auch *Frazzani/Noti/Schinkel/Seldeslachts/Banal-Estañol/Boot/Angelici*, Barriers to Competition through Common Ownership by Institutional Investors, 2020, S. 41; *O'Brien/Salop*, 67 Antitrust Law Journal 2000, 559, 577.

294 Siehe zum Zusammenwirken der Aktionäre Fünftes Kapitel A. IV.

wird sodann eine eigene Begrifflichkeit und Kategorisierung der Aktionäre im Hinblick auf das Wettbewerbsverhalten eines Unternehmens entwickelt.

I. „Klassische“ Aufteilung der Aktionäre in der aktienrechtlichen Literatur

In der aktienrechtlichen Literatur werden die Aktionäre zunächst grob in drei Gruppen aufgeteilt, wobei zwei dieser Gruppen typologisch verwandt sind. Die verwandten Gruppen sind „eigen-unternehmerische“ Aktionäre und „strategisch motivierte“ Aktionäre.²⁹⁵ Unter eigen-unternehmerischen Aktionären werden Unternehmer verstanden, die ihr operativ tätiges Unternehmen in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft betreiben und im Regelfall große Aktienpakete halten. Es handelt sich bei ihnen regelmäßig um die Unternehmensgründer oder deren Familien.²⁹⁶ Strategisch motivierte Aktionäre beteiligen sich an einer Aktiengesellschaft, um auf das Geschäftsfeld der Aktiengesellschaft Einfluss zu nehmen. So können sie zum Beispiel ihr eigenes Geschäftsfeld erweitern oder ergänzen. Je nach Ziel und Finanzstärke variiert die Beteiligungsstärke strategisch motivierter Aktionäre zwischen kleinen und großen Beteiligungsblöcken.²⁹⁷

Diesen zwei Gruppen stehen die Anlegeraktionäre gegenüber, die nicht an der unternehmerischen Betätigung der Gesellschaft interessiert sind, sondern eine lohnende Kapitalanlage suchen. Sie treffen ihre Investitionsentscheidung üblicherweise im Hinblick auf potenzielle Wertsteigerungen der Aktien und zukünftige Dividendenzahlungen. Ihre Anteile bewegen sich im Regelfall nur auf einem geringen Niveau. Im Gegensatz zu den eigen-unternehmerischen Aktionären und den strategisch motivierten Aktionären, die sog. Blockaktionäre sind, handelt es sich bei den Anlegeraktionären daher meisten um sog. Streubesitzaktionäre.

Innerhalb der Gruppe der Anlegeraktionäre lässt sich feiner differenzieren zwischen Kleinaktionären und institutionellen Investoren. Unter Kleinaktionären werden insbesondere Privatanleger verstanden, die in kleinem Umfang Aktien erwerben, um ihr Privatvermögen zu mehren. Institutionelle Investoren werden häufig als Unternehmen definiert, die Kapital von privaten Anlegern oder anderen Unternehmen sammeln und gebündelt

295 *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2018, § 1 Rn. 5 ff.

296 *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2018, § 1 Rn. 5.

297 *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2018, § 1 Rn. 6.

anlegen.²⁹⁸ Im Allgemeinen ist der Begriff des institutionellen Investors jedoch sehr verschwommen und in seiner Reichweite umstritten.²⁹⁹ Neben traditionellen institutionellen Investoren wie Investment- und Pensionsfonds oder Banken fallen unter den hier verwendeten Begriff auch sog. Finanzinvestoren, die sich kurz- bis mittelfristig und häufig zu hohem Maße fremdfinanziert an Aktiengesellschaften beteiligen.³⁰⁰ Der Begriff des Finanzinvestors ist dabei in Abgrenzung zum strategischen Investor bzw. strategisch motivierten Aktionär zu verstehen. Finanzinvestoren, beispielsweise Hedgefonds, sind regelmäßig ausschließlich oder zumindest ganz überwiegend an der Erzielung einer Rendite interessiert, während bei strategischen Aktionären auch andere Ziele im Vordergrund stehen können, die sich auf eine übergreifende Geschäftsstrategie beziehen.³⁰¹

Trotz dieser Grobstruktur bleibt die Separierung verschiedener Aktionärsgruppen aber im Einzelfall schwierig, weil die Zuordnung einzelner Aktionäre zu einer Gruppe aufgrund sich ändernder Motive kaum trennscharf durchführbar ist.³⁰² Auch sind die Aktionärsgruppen teilweise sehr heterogen. Das äußert sich besonders deutlich in der Gruppe der institutionellen Investoren innerhalb der Anlegeraktionäre. Zwischen der Anlagestrategie eines Hedgefonds und eines passiv gemanagten Indexfonds liegen Welten. Trotzdem sind beide der Gruppe der Anlegeraktionäre zuzurechnen.

Mit Blick auf das Ziel der Einteilung der Aktionäre nach der Verursachung indirekter Horizontalverflechtungen eignet sich die „klassische“ aktienrechtliche Einteilung nicht. Zwar sind institutionelle Investoren die mit Abstand häufigsten Auslöser solcher Verflechtungsstrukturen,³⁰³ doch ist nicht jeder institutionelle Investor betroffen. Insbesondere die erwähnten Finanzinvestoren zeichnen sich durch eine geringere Anzahl an Beteiligungen aus. Gleichzeitig können auch andere Aktionäre Beteiligungen an mehreren Unternehmen eines Marktes erwerben. Besonders problematisch wäre dies wohl im Falle strategischer Aktionäre.

298 *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2018, § 1 Rn. 8.

299 Siehe für eine genaue Darstellung der verschiedenen Ansätze zur Definition des Begriffes des institutionellen Investors Viertes Kapitel B. II. 2.

300 *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2018, § 1 Rn. 9.

301 *Eidenmüller*, DStR 2007, 2116, 2116.

302 *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2018, § 1 Rn. 13.

303 Siehe Zweites Kapitel B. I.

II. Ansätze in der deutschsprachigen Literatur

In der deutschsprachigen Literatur zu indirekten Horizontalverflechtungen wird nicht vertieft auf eine Abgrenzung zwischen den das Phänomen auslösenden Eigentümern und anderen Eigentümergruppen eingegangen. Die Autoren denken ihre Analyse immer ausgehend von institutionellen Investoren, die sie als Verursacher des Marktstrukturphänomens identifiziert haben. Die verwendeten Ansätze und Begriffe können trotzdem als Grundlage für eine Unterteilung der Aktionärsstruktur dienen.

1. Diversifizierte Anleger / Common Owner

Ein Teil der Literatur arbeitet mit dem Begriff der diversifizierten Anleger³⁰⁴ oder dem englischsprachigen Begriff der „Common Owner“³⁰⁵. Diese Begriffe bilden das Phänomen präzise ab. Sie erfassen aber nach ihrem Wortsinn ohne eine weitergehende Definition auch einen Privatanleger, der Aktien von konkurrierenden Unternehmen erwirbt. Ein typischer Privatanleger ist aber nicht Teil des hier diskutierten Problems, da er keinen Einfluss auf das Management des Unternehmens haben wird. Deshalb klammert die Literatur diese diversifizierten Anleger auch – zurecht – aus und analysiert nur die Auswirkungen einflussreicher Aktionäre dieser Kategorie.³⁰⁶ Für den in dieser Arbeit angestrebten Zweck einer präzisen Einteilung der Aktionäre eines von indirekten Horizontalverflechtungen betroffenen Unternehmens eignet sich der Begriff aus diesem Grund nicht.

2. Institutionelle Investoren

Ein anderer Teil der Literatur arbeitet mit dem Begriff des institutionellen Investors. Die Autoren verstehen darunter Institutionen, die Kapital Dritter bündeln und in deren Auftrag anlegen.³⁰⁷ Der Vorteil dieses Begriffes ist, dass er irrelevante Unternehmensverflechtungen über Kleinanleger aus-

304 *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, S. 194.

305 *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 88 ff.

306 Vgl. *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, S. 184 ff.; *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 90 f.

307 *Seldeslachts/Newham/Banal-Estañol*, DIW Wochenbericht 2017, 611, 611; *Schwalbe*, WuW 2020, 130, 131.

schließt. Als allgemeiner Begriff zur Einteilung der Aktionäre eignet er sich jedoch aus drei Gründen nicht.

Erstens ist der Begriff des institutionellen Investors nicht so klar definiert, wie es in der Literatur erscheint. Vielmehr existiert kein allgemeingültiges Verständnis darüber, was ein institutioneller Investor ist.³⁰⁸ Daher sollen an dieser Stelle die gängigsten Ansätze einer Definition des Begriffs kurz dargestellt werden. Teilweise wird versucht, eine Definition mithilfe allgemeiner Attribute zu schaffen. Dabei wird zum einen auf die Professionalität des Investors in Abgrenzung zum Privatanleger abgestellt. Ein institutioneller Investor verwaltet demnach das Kapital professionell bzw. gewerbsmäßig.³⁰⁹ Zum anderen wird die Fremdnützigkeit des Investments herangezogen. Nach dieser Definition verwaltet der institutionelle Investor als Finanzintermediär die Investments für einen von ihm verschiedenen „wirtschaftlichen Nutznießer“ („*beneficial owner*“).³¹⁰ Die Unterschiede der Definitionen gehen auf verschiedene Regelungszusammenhänge zurück, für die sie entwickelt wurden. Aus diesem Kontext können sie nicht ohne Schwierigkeiten herausgelöst werden.³¹¹ Da sogar unabhängig davon in vielen Fällen noch eine Unschärfe verbleibt, wird oft die recht einfach anmutende Lösung gewählt, die im jeweiligen Regelungszusammenhang gemeinten Institutionen mehr oder weniger umfangreich aufzuzählen.³¹² Dazu kommt, dass der Begriff des institutionellen Investors und der Begriff des institutionellen Anlegers zumeist von Literatur und Gesetzgeber synonym verstanden wird, was aber von Teilen der Literatur kritisiert wird.³¹³

308 Bassler, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern, 2015, S. 33; Schmolke, ZGR 2007, 701, 704 f; Çelik/Isaksson, 2013/2 OECD Journal: Financial Market Trends 2013, 93, 96.

309 Vgl. etwa Garrido in: Hopt/Wymeersch, Optimism and Pessimism: Complementary Views on the Institutional Investors' Role in Corporate Governance, 2003, S. 452; Bassler, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern, 2015, S. 76. Auch die Deutsche Bundesbank definiert den Begriff in ihrem Online-Glossar auf diese Weise, <https://www.bundesbank.de/de/startseite/glossar>.

310 Vgl. etwa Chandler, 67 University of Cincinnati Law Review 1999, 1083, 1083, Fn. 3; Schmolke, ZGR 2007, 701, 704.

311 Vgl. Schmolke, ZGR 2007, 701, 705.

312 Vgl. etwa Art. 1 Nr. 1 b) RL (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17.5.2017 und den darauf zurückgehenden § 134a Abs. 1 Nr. 1 AktG für den Begriff des institutionellen Anlegers.

313 Vgl. den Vorschlag einer trennscharfen Abgrenzung bei Bassler, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern, 2015, S. 59 ff.

Die deutsche Literatur der Common-Ownership-Debatte hat sich dem zweiten Ansatz der Definition über die Fremdnützigkeit angeschlossen. Das gilt im Übrigen auch für die Literatur, die mit den Begriffen des diversifizierten Anlegers oder des *Common Owners* arbeitet und als deren Vertreter institutionelle Investoren ausmacht. Sie definiert den institutionellen Investor ebenfalls über die Fremdnützigkeit.³¹⁴ Obwohl hier Einigkeit besteht, ist im Sinne einer klaren Begrifflichkeit für die Einteilung der Aktionäre ein anderer Begriff zu bevorzugen.

Zweitens ist dem Begriff des institutionellen Investors sowohl nach der von der Literatur verwendeten Definition als auch nach den anderen Definitionen keinesfalls immanent, dass dieser immer Beteiligungen an mehreren Wettbewerbern hält. Richtig ist zwar, dass institutionelle Investoren häufig gemeinsame Aktionäre mehrerer konkurrierender Aktiengesellschaften sind. Ihnen ist auch die hauptsächlich das Phänomen auslösende Gruppe der Vermögensverwalter zuzuordnen. Es kann aber ebenso sein, dass ein institutioneller Investor nur eine Beteiligung an einem Unternehmen in einem Markt erwirbt. Nicht ein institutioneller Investor per se ist also problematisch, sondern nur ein institutioneller Investor, über dessen Beteiligungen eine indirekte Horizontalverflechtung zustande kommt. Der institutionelle Investor kann, aber muss nicht Teil dieser Eigentümergruppe sein. Zu ihrer Benennung eignet er sich deshalb nicht.

Drittens – und hier zeigt sich eine Schwäche der von der deutschen Literatur gewählten Definition – werden wichtige Akteure des Phänomens nicht erfasst. Reine Beteiligungsunternehmen wie zum Beispiel die US-amerikanische Holdinggesellschaft Berkshire Hathaway von Warren Buffet oder die chinesische Holdinggesellschaft Tencent fallen nicht unter die Definition, weil sie kein fremdes Kapital anlegen. Wie die Auswertung der Luftfahrt-Industrie in den USA zeigt, können aber auch solche Unternehmen indirekte Horizontalverflechtungen bedeutenden Ausmaßes verursachen. Berkshire Hathaway war nach Daten aus dem Jahr 2016 mit bedeutenden Minderheitsbeteiligungen einer der größten Anteilseigner bei vier der umsatzstärksten amerikanischen Fluggesellschaften.³¹⁵ Zwar könnte man dieses Problem durch eine andere Definition, wie zum Beispiel

314 Vgl. *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, S. 177; *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 23.

315 *Azar/Schmalz/Tecu*, 73 *The Journal of Finance* 2018, 1513, 1516.

über das Abgrenzungsmerkmal der Professionalität,³¹⁶ lösen. Die anderen angeführten Punkte würden aber verbleiben.

Zusammenfassend ist der Begriff des institutionellen Investors daher in Teilen zu weit, in Teilen zu eng und insgesamt zu unklar gefasst, als dass er sich zur Kategorisierung der Aktionäre eignet. Es bedarf eines Begriffs, der sich an dem Marktstrukturphänomen selbst und nicht an den es auslösenden Marktakteuren orientiert.

3. Institutionelle Investoren versus Insider-Investoren

Die bisher erörterten Begriffe beschäftigen sich bloß mit den Aktionären, über die indirekte Horizontalverflechtungen entstehen. Aber auch für die Einteilung und Benennung der übrigen Aktionäre finden sich in der deutschsprachigen Literatur Ansätze im Rahmen einer branchenübergreifenden Betrachtung der Eigentümerstrukturen deutscher Unternehmen. Bei ihrer Untersuchung der führenden Investoren börsennotierter deutscher Unternehmen unterscheiden *Seldeslachts et al.* zwischen institutionellen Investoren und Insider-Investoren. Als Insider-Investoren definieren sie private und staatliche Investoren mit einer Kapitalbeteiligung von mehr als einem Prozent an weniger als vier verschiedenen Unternehmen.³¹⁷ Dieser Gedanke lässt sich auch auf die Betrachtung der Aktionärsstruktur eines einzelnen Unternehmens übertragen. In diesem sollte der Insider-Investor aber dann an keinem Konkurrenten aus der gleichen Branche beteiligt sein.

4. Zwischenergebnis

Eine für wettbewerbsrechtliche Zwecke passgenaue Definition für die Aktionärsgruppe, über die indirekte Horizontalverflechtungen zwischen konkurrierenden Unternehmen entstehen, wurde in der deutschsprachigen Literatur noch nicht entwickelt. Alle verwendeten Begriffe sind bei genauerer

316 Alternativ aber im Ergebnis gleich käme eine Definition über die Summe des angelegten Kapitals in Frage. So definiert Sec. 13 (f) Securities Exchange Act of 1934 die Voraussetzungen für die Verpflichtung der Offenlegung von Beteiligungen über die sogenannten 13F-Filings für „Institutional Investment Manager“, deren Daten den empirischen Untersuchungen zu indirekten Horizontalverflechtungen in den USA zugrunde liegen.

317 *Seldeslachts/Newham/Banal-Estañol*, DIW Wochenbericht 2017, 611, 616.

Betrachtung zu ungenau, um einer Aufteilung der Aktionärsstruktur nach Interessen und Einfluss gerecht zu werden. Der Begriff der Insider-Investoren als Gegenspieler dieser Aktionärsgruppe ist jedoch ein guter Ausgangspunkt für die Entwicklung einer neuen Einteilung der Aktionäre.

III. Ansätze in der englischsprachigen Literatur

Auch die englischsprachige Literatur untersucht größtenteils die Auswirkungen von institutionellen Investoren, ohne die Aktionärsstruktur im Ganzen zu betrachten. Eine Ausnahme bildet der Ansatz der Einteilung nach „*Common Concentrated Owners*“, der im Folgenden daher ausführlicher als die anderen Ansätze erörtert wird.

1. Common Owner / Horizontal Shareholder

Ein Teil der englischsprachigen Literatur arbeitet mit den Begriffen „*Common Owner*“³¹⁸ oder „*Horizontal Shareholder*“³¹⁹. Die Begriffe bilden das Phänomen präzise ab. Aus dem gleichen Grund wie die von der deutschsprachigen Literatur parallel verwendeten Begriffe *Common Owner* und diversifizierter Anleger eignen sie sich aber nicht für die hier erwünschte Einteilung der Aktionäre, da sie auch Kleinanleger erfassen.³²⁰

2. Institutional Investor

Wie auch schon ein Teil der deutschsprachigen Literatur fokussiert sich auch ein Teil der englischsprachigen Literatur bei der Analyse der Auswirkungen auf institutionelle Investoren.³²¹ Das heißt sie benutzen den Begriff des „*Institutional Investors*“. Auch in diesem Fall werden institutionelle Investoren nach der Fremdnützigkeit definiert. Das heißt ein institutioneller Investor nach diesem Verständnis bündelt Kapital mehrerer Kunden

318 Für viele *Schmalz*, 66 Antitrust Bulletin 2021, 12 ff.

319 Für viele *Elhauge*, 129 Harvard Law Review 2016, 1267 ff.

320 Siehe zu den Begriffen in der deutschsprachigen Literatur Viertes Kapitel B. II. 1.

321 Für viele *OECD*, Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition, 2017, S. 10 ff.

und legt es in deren Auftrag an. Der Ansatz entspricht damit dem in der deutschsprachigen Literatur verwendeten und eignet sich daher aus den gleichen Gründen nicht für eine Einteilung der Aktionärsstruktur. Der Begriff ist in Teilen zu weit und in Teilen zu eng gefasst, sowie insgesamt in seiner Definition zu umstritten.³²²

3. Common Concentrated Owner und Noncommon Concentrated Owner

Ein für den Zweck der Einteilung der Aktionärsstruktur sehr vielversprechender Ansatz findet sich dagegen in einem Aufsatz von *Hemphill/Kahan*. Statt des Begriffs des *Common Owners* verwenden sie für einen Aktionär, der eine indirekte Horizontalverflechtung verursacht, den Begriff des *Common Concentrated Owners*.³²³ Diesen *Common Concentrated Owners* stellen sie die „*Noncommon Concentrated Owner*“ gegenüber. Darunter verstehen sie gewichtige Aktionäre, die nur an diesem einen Unternehmen aus der untersuchten Branche beteiligt sind.³²⁴ Die übrigen Aktionäre bezeichnen sie als „*Dispersed Owners*“, also auf Deutsch als „gestreute Eigentümer“.³²⁵

Die beiden Autoren gehen zwar nicht im Detail auf ihre Begriffsfindung ein. Sie berücksichtigen aber jene oben vorgebrachten Argumente, weshalb sich die bereits oben vorgestellten Begriffe nicht für eine Einteilung der Aktionärsstruktur eignen. Durch den Zusatz „*concentrated*“ stellen sie sicher, dass Kleinanleger nicht berücksichtigt werden; sowohl auf der Seite der innerhalb der Branche diversifizierten Aktionäre als auch auf der Seite ihrer „Gegenspieler“, der nicht innerhalb derselben Branche diversifizierten Einzelaktionäre. Gleichzeitig gelingt ihnen durch den an das Marktstrukturphänomen angelehnten Begriff eine präzise Begrifflichkeit, die nicht auf die üblicherweise, aber eben nicht immer, das Phänomen auslösenden Marktakteure der institutionellen Investoren zurückgreifen muss.

4. Zwischenergebnis

Der Großteil der englischsprachigen Literatur benutzt wie die deutschsprachige Literatur den beschreibenden Begriff des *Common Owners* in

322 Siehe zum Begriff des institutionellen Investors Teil Viertes Kapitel B. II. 2.

323 *Hemphill/Kahan*, 129 *The Yale Law Journal* 2020, 1392, 1395.

324 *Hemphill/Kahan*, 129 *The Yale Law Journal* 2020, 1392, 1402.

325 Vgl. *Hemphill/Kahan*, 129 *The Yale Law Journal* 2020, 1392, 1428.

verschiedenen Ausgestaltungsformen oder den am üblichen Investortypen angelehnten Begriff des institutionellen Investors. Beide eignen sich nicht für eine Betrachtung der Aktionärsstruktur eines börsennotierten Unternehmens im Rahmen der theoretischen Untersuchung der Auswirkungen indirekter Horizontalverflechtungen.

Ein guter Ansatz findet sich bei *Hemphill/Kahan* mit der Aufteilung der Aktionäre in *Common Concentrated Owner*, *Noncommon Concentrated Owner* und *Dispersed Owner*. Im Detail ist die Abgrenzung aber noch nicht ausgereift, da nur die Gruppen benannt wurden, ohne eine genaue Abgrenzung vorzunehmen.

IV. Drei Aktionärsgruppen anhand zweier Unterscheidungen

Aufbauend auf den vorgestellten Erkenntnissen wird im Folgenden eine eigene deutschsprachige Begrifflichkeit und Abgrenzung der verschiedenen Aktionärsgruppen börsennotierter Unternehmen entwickelt. Die Unterscheidung von *Hemphill/Kahan* zwischen *Common Concentrated Owner*, *Noncommon Concentrated Owner* und *Dispersed Owner* dient dabei als Grundlage und Inspiration.

1. Ziele und Begrifflichkeit

Das Ziel der Aufteilung der Aktionärsstruktur ist eine Ermöglichung der Analyse der Auswirkungen von innerhalb derselben Branche diversifizierten Aktionäre auf das Wettbewerbsverhalten eines börsennotierten Unternehmens. Wenn man davon ausgeht, dass diversifizierte Aktionäre diese Auswirkungen bewusst herbeiführen, brauchen sie zumindest einen gewissen Einfluss auf die Unternehmensführung. Daher bieten sich parallel zum Ansatz von *Hemphill/Kahan* zwei Unterscheidungen an, die zu einer Aufteilung in drei Aktionärsgruppen führen.

Eine erste Unterscheidung zwischen den Eigentümern muss zwischen solchen getroffen werden, die über Einfluss auf das Unternehmen verfügen, und solchen, die keinen Einfluss auf das Unternehmen ausüben können. Die deutschsprachige Wirtschaftsliteratur kennt eine Unterscheidung zwischen Aktionären nach Einfluss. Sie unterscheidet zwischen Groß- und Kleinaktionären. Ein Großaktionär ist ein Aktionär, der über einen be-

trächtlichen Teil des Grundkapitals einer Aktiengesellschaft verfügt und daher insbesondere durch das Stimmrecht Einfluss auf diese ausüben kann. Im Regelfall ist er im Aufsichtsrat vertreten.³²⁶ Ein Kleinaktionär ist demgegenüber ein Aktionär, der aufgrund seiner geringen Kapitalbeteiligung und des dementsprechend geringen Stimmrechts als Einzelner keinen nennenswerten Einfluss auf die Aktiengesellschaft ausübt.³²⁷ Ausgehend von dieser Unterscheidung werden die Aktionäre in die Gruppe der Groß- und die Gruppe der Kleinaktionäre getrennt.

Die zweite Unterscheidung teilt die Aktionäre nach dem Vorliegen von indirekten Horizontalverflechtungen über den jeweiligen Aktionär. Es wird also nach dem Kriterium unterschieden, ob der Aktionär innerhalb derselben Branche – also horizontal durch Beteiligungen an Wettbewerbern – diversifiziert ist. Großaktionäre, auf die das zutrifft, werden in der Arbeit vereinfacht als horizontal-diversifizierte Großaktionäre bezeichnet. Großaktionäre, die (bewusst) nur in einen kleinen Teil³²⁸ einer Branche investieren, haben in der Regel strategische Interessen in Bezug auf die Unternehmen und streben nicht nur nach der Minimierung ihres Investmentrisikos durch Portfoliodiversifikation. Für sie wird daher der Begriff der strategischen Großaktionäre in der Arbeit verwendet.

Bei den Kleinaktionären kann auf diese Unterscheidung verzichtet werden. Ein Kleinaktionär hat weder Einfluss auf die Unternehmensleitung, noch ist es für die Unternehmensleitung überhaupt ersichtlich und nachvollziehbar, ob ein Kleinaktionär horizontal diversifiziert ist. Die Kleinaktionäre bleiben eine gemeinsame Eigentümergruppe, unabhängig davon, ob sie Beteiligungen an Wettbewerbern halten oder nicht.

Abbildung 8 stellt die verwendete Begrifflichkeit zusammenfassend dar.

326 Heldt in: Gabler Wirtschaftslexikon - Band F-J, 2019, S.1507 Stichwort Großaktionär.

327 Heldt in: Gabler Wirtschaftslexikon - Band K-O, 2019, S.1911 Stichwort Kleinaktionär.

328 Ob dies nur ein Unternehmen aus der Branche sein darf oder auch mehrere, solange nicht ein großer Teil der Branche abgedeckt wird, gilt es im Folgenden unter Gliederungspunkt b) zu diskutieren.

Abbildung 8: Begrifflichkeit und grobe Differenzierung der drei Aktionärsgruppen

	Einfluss	Kein Einfluss
Horizontale Diversifikation	Horizontal-diversifizierter Großaktionär	Kleinaktionär
Keine horizontale Diversifikation	Strategischer Großaktionär	

2. Abgrenzung im Einzelnen

Im Folgenden werden die beiden Abgrenzungsmerkmale Einfluss und horizontale Diversifikation im Detail dargestellt.

a) Abgrenzungsmerkmal Einfluss

Das Abgrenzungsmerkmal Einfluss grenzt Großaktionäre von Kleinaktionären ab. An dieser Stelle ist es sinnvoll, auf die Kategorisierung der Beteiligungsarten im Rahmen direkter Horizontalverflechtungen zurückzugreifen, die sich ebenfalls nach dem Einfluss auf das Unternehmen richten.³²⁹

In jedem Fall den Großaktionären zuzurechnen sind Aktionäre, die Mehrheitsbeteiligungen und kontrollierende Minderheitsbeteiligungen halten. Sie kontrollieren das Unternehmen und können damit seine Geschäftsstrategie bestimmen.

Minderheitsbeteiligungen von Aktionären, die keine Kontrolle über das Unternehmen ausüben können, werden in nichtkontrollierende aktive Minderheitsbeteiligungen und nichtkontrollierende passive Minderheitsbeteiligungen unterteilt. Aktiv bedeutet, dass die Beteiligung einen gewissen Einfluss auf die Entscheidungen des Zielunternehmens ermöglicht, ohne die Durchsetzung erzwingen zu können.³³⁰ Die Kategorie ist dabei weit zu verstehen und erfasst auch noch marginalen Einfluss, solange eine unabhängige Entscheidungsfindung über die Geschäftspolitik im Zielunternehmen gefährdet ist. Passive Beteiligungen ermöglichen dagegen keinen Einfluss auf strategische Entscheidungen des Zielunternehmens. Daraus ergibt sich, dass Aktionäre, die nichtkontrollierende aktive Minderheitsbeteiligun-

329 Siehe hierzu Zweites Kapitel A. II.

330 Kühn, Nicht kontrollierende Minderheitsbeteiligungen in der EU-Fusionskontrolle, 2017, S. 35.

gen halten, den Großaktionären zuzurechnen sind. Kleinaktionäre halten dementsprechend nichtkontrollierende passive Minderheitsbeteiligungen.

Die Schwierigkeit besteht in der Grenzziehung zwischen marginalem Einfluss und keinem Einfluss. Einem Aktionär stehen verschiedene Wege zur Verfügung, Einfluss auf die Unternehmensleitung auszuüben, um die Strategie und das Verhalten des Unternehmens zu beeinflussen. Allen voran sind hier das Stimmrecht und die sich daraus ergebende Möglichkeit der Besetzung des Aufsichtsrats zu nennen. Teilweise wird daher vertreten, nur Beteiligungen ohne Stimmrechte den nichtkontrollierenden passiven Minderheitsbeteiligungen zuzurechnen. Gerade bei der Betrachtung von börsennotierten Aktiengesellschaften ist es aber überzeugender, auch die häufig vorkommenden sehr geringen Beteiligungen mit ihren proportionalen Stimmrechten den passiven Beteiligungen zuzurechnen. Die meisten Aktionäre halten Beteiligungen weit entfernt vom Promillebereich. Ihnen wegen ihres Stimmrechts einen Einfluss auf das Verhalten des Unternehmens zuzurechnen, wäre realitätsfremd. Allerdings können auch andere Faktoren beim Einfluss eine Rolle spielen, wobei ebenfalls den Besonderheiten von börsennotierten Aktiengesellschaften Rechnung zu tragen ist. Der Einfluss auf das Zielunternehmen aufgrund der Größe und des damit verbundenen allgemeinen Einflusses der großen Vermögensverwalter geht weit über die bloßen rechtlichen Möglichkeiten zur Einwirkung hinaus. Die mögliche Veräußerung von Aktien eines Investors mit einer niedrigen einstelligen Kapitalbeteiligung hat ein erhebliches Drohpotential gegenüber der Unternehmensleitung, da sie zu einem Einbruch des Aktienkurses führen würde. Auch kann die Beteiligung mancher Aktionäre durch deren Bekanntheit eine Signalwirkung auf dem Kapitalmarkt haben und den Aktienkurs positiv beeinflussen.³³¹ Genau so kann eine Verringerung oder gar ein Rückzug eines solchen Investors den Aktienkurs negativ beeinflussen. Gemessen an der reinen Kapitalbeteiligung oder des Anteils der Stimmrechte besteht daher die Gefahr, den Einfluss eines Investors auf die Unternehmensleitung aufgrund einer nominell eher geringen Beteiligung zu unterschätzen. Insbesondere der Einfluss eines Aktionärs, der sich aus seiner Reputation und Größe, also aus ihm selbst und nicht aus der Stärke der Beteiligung ergibt, ist sehr schwer und nur im Einzelfall zu ermitteln. Eine allgemeingültige Aussage, ab welcher prozentualen Kapitalbeteiligung oder welchem Stimmrechtsanteil es sich um eine aktive Beteiligung und

331 Vgl. zum empirischen Nachweis der Kursrelevanz von Stimmrechtsmitteilungen *Veil/Ruckes/Limbach/Doumet*, ZGR 2015, 709 ff.

damit einen Großaktionär handelt, ist nicht möglich. Eine genaue Analyse der Einflussmöglichkeiten wird im Fünften Kapitel vorgenommen.

Trotzdem lässt sich zumindest eine Untergrenze definieren. Der deutsche Gesetzgeber geht ab einer Beteiligung von 25 Prozent des Kapitals oder der Stimmrechte von einem besonderen gesellschaftsrechtlichen Einfluss aus.³³² Deshalb hat er diesen Schwellenwert in § 37 Abs. 1 Nr. 3 S. 1 GWB als eine der Aufgreifschwelen für die Fusionskontrolle festgeschrieben. Wie die Analyse der Marktstrukturen gezeigt hat, würde die Übernahme eines derart hohen Werts für die Beteiligung nahezu alle Investoren, über die indirekte Horizontalverflechtungen zu beobachten sind, den Kleinaktionären zurechnen. Der Wert muss daher darunter liegen, da Beteiligungen mit jeglichem Einfluss und nicht nur besonderem Einfluss den Großaktionären zugerechnet werden sollen.

Interessant sind in diesem Zusammenhang die Überlegungen der Europäischen Kommission in ihrem Weißbuch für eine wirksamere EU-Fusionskontrolle. Darin betrachtet sie das verwandte Phänomen des direkten Erwerbs einer Minderheitsbeteiligung eines Unternehmens an einem Wettbewerber. Sie geht erstens ab einer Beteiligung von rund 20 Prozent oder zweitens einer Beteiligung zwischen 5 und 20 Prozent mit weiteren Faktoren wie De-facto-Sperrminoritäten oder einen Sitz in der Unternehmensleitung von einer „wettbewerbsrelevanten Verbindung“ aus.³³³

Empirische Untersuchungen in der Ökonomie beziehen deutlich kleinere Beteiligungen in ihre Auswertungen ein. Den niedrigsten Wert wählen Azar *et al.* in ihrem für das Thema grundlegenden Airline-Paper. Sie untersuchen Beteiligungen ab 0,5 Prozent. Kleineren Aktionären messen sie keine Bedeutung im Hinblick auf die Zielfunktion des Unternehmens zu und klammern sie aus.³³⁴ In der deutschsprachigen Literatur wird eine einprozentige Beteiligung als das Minimum betrachtet, die eine Einflussnahme ermöglicht.³³⁵ Andere verwendete Schwellenwerte sind 3 Prozent und 5 Prozent.³³⁶ Oft gehen diese aber nicht auf konkrete Überlegungen

332 Vgl. RegE, BT-Drs. 13/9720, 1998, S. 43.

333 Europäische Kommission, Weissbuch: Eine wirksamere EU-Fusionskontrolle, 2014, S. 15.

334 Azar/Schmalz/Tecu, 73 The Journal of Finance 2018, 1513, 1525.

335 Seldeslachts/Newham/Banal-Estañol, DIW Wochenbericht 2017, 611, 614; Monopolkommission, XXIII. Hauptgutachten, 2020, Rn. 208.

336 Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 5 Fn. vii, 10 ff.

hinsichtlich des Einflusses, sondern auf die bloße Verfügbarkeit von Daten zurück.

Einigkeit scheint aber zumindest dahingehend zu bestehen, dass ein Einfluss auf die Unternehmensleitung unterhalb einer Beteiligung von 0,5 Prozent des Kapitals oder der Stimmrechte ausgeschlossen ist. Denn in keiner Untersuchung werden Beteiligungen unter 0,5 Prozent einbezogen. Bei einer derart niedrigen Beteiligungsstärke wird die Unternehmensleitung den einzelnen Aktionär *und* seine spezifischen Interessen nicht mehr ohne Weiteres wahrnehmen können, sodass eine Beeinflussung des Managements sogar ohne aktive Handlungsmöglichkeiten ausgeschlossen sein dürfte.

b) Abgrenzungsmerkmal horizontale Diversifikation

Das Abgrenzungsmerkmal horizontale Diversifikation grenzt horizontal-diversifizierte Großaktionäre von strategischen Großaktionären ab. Ein Aktionär ist dann horizontal diversifiziert, wenn er Aktien von mindestens zwei im selben relevanten Markt aktiven Unternehmen hält. Im Einzelfall kann die Breite der Diversifikation sehr stark variieren. So kann ein Investor Beteiligungen an zwei Unternehmen mit nur sehr geringen Marktanteilen halten oder im Extremfall an allen im Markt aktiven Unternehmen beteiligt sein.

c) Zusammenfassung

Abbildung 9 fasst die Abgrenzung zwischen den verschiedenen Aktionären zusammen. Horizontal-diversifizierte Großaktionäre können nur in Verbindung mit nichtkontrollierenden aktiven Minderheitsbeteiligungen vorkommen. Würden sie das Unternehmen kontrollieren, läge aus kartellrechtlicher Sicht ohnehin schon nur ein Unternehmen vor und der Zusammenschluss würde der Fusionskontrolle unterfallen. Der Einfluss ihrer „Gegenspieler“, der strategischen Aktionäre, reicht dagegen von der kontrollierenden Mehrheitsbeteiligung bis zur nichtkontrollierenden aktiven Minderheitsbeteiligung. Strategische Großaktionäre können das Unternehmen daher gegebenenfalls kontrollieren, während dies bei horizontal-diversifizierten Großaktionären nie der Fall ist.

Abbildung 9: Die drei verschiedenen Aktionärsgruppen und ihre Abgrenzung

	Horizontal-diversifiziert	Nicht horizontal-diversifiziert
Mehrheitsbeteiligung		Strategische Großaktionäre
Kontrollierende Minderheitsbeteiligung		
Nichtkontrollierende aktive Minderheitsbeteiligung	Horizontal-diversifizierte Großaktionäre	
Nichtkontrollierende passive Minderheitsbeteiligung	Kleinaktionäre	

C. Typische Vertreter der Aktionärsgruppen

Innerhalb der Aktionärsgruppen lassen sich verschiedene Arten von Investoren ausmachen, die typischerweise Beteiligungsstrukturen der jeweiligen Gruppe aufweisen. Sie werden im Folgenden beschrieben, um ein Verständnis ihrer Geschäftsmodelle zu erreichen.

I. Horizontal-diversifizierte Großaktionäre

Horizontal-diversifizierte Großaktionäre sind Anteilseigner, die Einfluss auf das Unternehmen haben und gleichzeitig Anteile an mindestens einem direkten Konkurrenten des Unternehmens halten. Zu den mit Abstand häufigsten horizontal-diversifizierten Großaktionären gehören traditionelle institutionelle Investoren. Weitere wichtige und typische Vertreter der horizontal-diversifizierten Großaktionäre sind Staatsfonds und große Beteiligungsgesellschaften.

1. Traditionelle institutionelle Investoren

Traditionelle institutionelle Investoren werden in dieser Arbeit in Abgrenzung zu aktivistischen institutionellen Investoren verstanden. Es handelt sich dabei um jene Unternehmen, die üblicherweise mit dem Begriff des

institutionellen Investors gemeint sind. Das sind vor allem „gewöhnliche“, ihre Beteiligungen eher langsam umschichtende Vermögensverwalter (Investmentfonds), Banken, Versicherungen und Pensionsfonds.³³⁷

a) Unabhängige Vermögensverwalter

Die gewichtigsten horizontal-diversifizierten Großaktionäre sind Vermögensverwalter. Sie sind unabhängig, wenn ihr Hauptgeschäft die Verwaltung von Vermögen Dritter über Investmentfonds ist und sie nicht als Tochtergesellschaft an eine Bank oder Versicherung angegliedert sind.

aa) Geschäftsmodell

Das Hauptgeschäft unabhängiger Vermögensverwalter besteht neben sonstigen Beratungsleistungen aus der Auflage von Investmentfonds und dem Verwalten derselben. Investmentfonds sind eine Form der kollektiven Kapitalanlage, bei der Kapital einer Vielzahl von Anlegern gesammelt am Kapitalmarkt angelegt wird. Ihre rechtliche Konstruktion als Sondervermögen, das vor dem Zugriff Dritter geschützt ist, gewährleistet einen hohen Anlegerschutz. Investmentfonds sind somit nur eine „Hülle für Vermögensgegenstände“,³³⁸ die die vom Vermögensverwalter bzw. dem von ihm eingesetzten Fondsmanagement betreut werden. Im Gegensatz zu einer Individualanlage, zum Beispiel der Investition in Aktien eines Unternehmens, kann der Anleger durch die Partizipation am Fonds mit geringem Kapitaleinsatz eine hohe Diversifikation erzielen.³³⁹ Investmentfonds können sich an Privatpersonen oder andere institutionelle Investoren richten und als offene oder geschlossene Fonds gestaltet sein. Offene Investmentfonds verkaufen ohne Begrenzung neue Anteile an Anleger und investieren das Kapital in das Sondervermögen des Fonds. Geschlossene Fonds behalten dagegen während des gesamten Anlagezeitraums nur ihr bei Auflage festgelegtes Volumen.³⁴⁰ Investmentfonds können in alle Arten von Anlageklassen investieren. Horizontal-diversifizierte Großaktionäre werden

337 Abgrenzung angelehnt an *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 706.

338 *Harrer*, Exchange Traded Funds, 2016, S. 36.

339 *Harrer*, Exchange Traded Funds, 2016, S. 35.

340 *Heldt* in: *Gabler Wirtschaftslexikon* - Band F-J, 2019, S. 1815 Stichwort Investmentfonds.

Vermögensverwalter nur, wenn ihre Fonds in Anteile von Unternehmen, also Aktien, investieren. Innerhalb dieser Fonds kann zwischen „herkömmlichen“ Investmentfonds und ETFs unterschieden werden. Die Erfolgsgeschichte letzterer hat einen entscheidenden Beitrag zum Aufstieg der *Big Three* (dazu sogleich unter cc)) und damit von horizontal-diversifizierten Großaktionären zu gewichtigen Aktionären innerhalb der Aktionärsstruktur vieler Großunternehmen geleistet.

(1) Herkömmliche (aktive) Investmentfonds

Die meisten Investmentfonds werden hauptsächlich auf dem Primärmarkt gehandelt und aktiv verwaltet. Von einem Handel eines Investmentfondsanteils auf dem Primärmarkt spricht man, wenn der Anleger die Anteile direkt vom Vermögensverwalter zu einem einmal täglich festgelegten Ausgabepreis erwirbt oder diese direkt an diesen zurückgibt.³⁴¹ Theoretisch können die Anteile auch am Sekundärmarkt (insbesondere einer Börse) gehandelt werden. Je nach Angebot und Nachfrage spiegelt der Kurs dann jedoch nicht den Nettoinventarwert wider. Der Nettoinventarwert beziffert den Wert eines Anteils am Fonds. Er berechnet sich aus dem Verkehrswert aller Vermögensgegenstände des Sondervermögens abzüglich aller Verbindlichkeiten geteilt durch die Anzahl der ausgegebenen Anteile (vgl. Legaldefinition des § 168 Abs. 1 KAGB). Aufgrund dieses Nachteils spielt der Handel auf dem Sekundärmarkt bei den meisten Investmentfonds nur eine untergeordnete Rolle.

Grundsätzlich können Investmentfonds nach einer aktiven oder passiven Anlagestrategie verwaltet werden.³⁴² Die aktive Verwaltung ist dabei die mit Abstand dominante Anlagestrategie.³⁴³ Der Fondsmanager stellt in diesem Fall ein Portfolio an Unternehmensbeteiligungen eigenständig zusammen, um eine möglichst hohe Rendite zu erzielen.

Der Vermögensverwalter erwirtschaftet Einnahmen durch Gebühren auf das verwaltete Vermögen, die sich je nach Anlagestrategie und dem damit verbundenen Aufwand für das Management des Fonds unterscheiden. In der Regel liegen diese jährlichen Gebühren zwischen 0,5 und 2,5 Prozent

341 Vgl. *Harrer*, Exchange Traded Funds, 2016, S. 37.

342 Siehe zur Unterscheidung von aktiven und passiven Anlagestrategien Zweites Kapitel B. III. 1. und 2.

343 Vgl. *Thinking Ahead Institute*, The world's largest 500 asset managers, 2020, S. 37.

des verwalteten Vermögens. Bei dem Handel auf dem Primärmarkt werden zusätzlich häufig Ausgabeaufschläge oder Rücknahmeabschläge bis zu fünf Prozent erhoben.³⁴⁴ Der Vermögensverwalter partizipiert somit sowohl an der Wertentwicklung als auch am Mittelzufluss. Da im Regelfall aber keine Erfolgsbeteiligungen vereinbart werden, ist die Beteiligung des Vermögensverwalters am Anlageerfolg vergleichsweise gering.

(2) Trend zu (passiven) ETFs

Klassische, aktiv gemanagte Investmentfonds bekommen seit dem Ende der 2000er Jahre Konkurrenz durch Indexfonds, welche sich sowohl bei Privatanlegern als auch bei institutionellen Anlegern steigender Beliebtheit erfreuen.³⁴⁵ Indexfonds können als ETFs oder als passiv gemanagte Investmentfonds aufgelegt werden. Besonders deutlich wurde der Trend in den letzten Jahren. Zwischen 2014 und 2018 konnten ETFs und Indexfonds einen Mittelzufluss von nahezu 2,4 Bio. USD verzeichnen, während gleichzeitig ca. 670 Mrd. USD aus aktiv gemanagten Investmentfonds abgezogen wurden. Den Großteil der Zuflüsse verzeichneten dabei die ETFs.³⁴⁶

Die Abkürzung ETF steht für „*Exchange Traded Fund*“, was übersetzt börsengehandelter Fonds bedeutet und die wesentliche Besonderheit dieses Anlageprodukts beschreibt. Im allgemeinen Sprachgebrauch stehen ETF vor allem für passives Investieren und das Nachbilden eines Indexes. Das ist aber nicht das zentrale Merkmal eines ETF, sondern vielmehr eine Folge seiner Konzeption. Im Gegensatz zu Investmentfonds sind ETF für den Börsenhandel konzipiert und werden nicht direkt mit dem Vermögensverwalter gehandelt. Daher muss ihr Nettoinventarwert sehr transparent sein, weshalb sie in aller Regel passiv verwaltet werden und Aktienindizes nachbilden.³⁴⁷

Auch bei ETFs verdient der Vermögensverwalter Geld durch Gebühren auf das verwaltete Vermögen. Diese sind deutlich geringer als bei aktiv gemanagten Investmentfonds und bewegen sich im Bereich zwischen 0,1 und 0,5 Prozent. Da die Fondsanteile nur an der Börse gehandelt werden und der Primärhandel entfällt, gibt es keine Ausgabeaufschläge und Rück-

344 Harrer, *Exchange Traded Funds*, 2016, S. 48.

345 Vgl. Fehrenbach, *ZfGK* 2009, 784, 784; Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo, 19 *Business and Politics* 2017, 298, 302 f.

346 Bebchuk/Hirst, 99 *Boston University Law Review* 2019, 721, 728.

347 Sie zu ETFs im Detail Sechstes Kapitel B. III.

nahmeabschlüsse.³⁴⁸ Der Vermögensverwalter partizipiert daher auch bei diesen Produkten sowohl am Mittelzufluss als auch an der Wertentwicklung. Der Mittelzufluss ist jedoch für den Geschäftserfolg entscheidender.

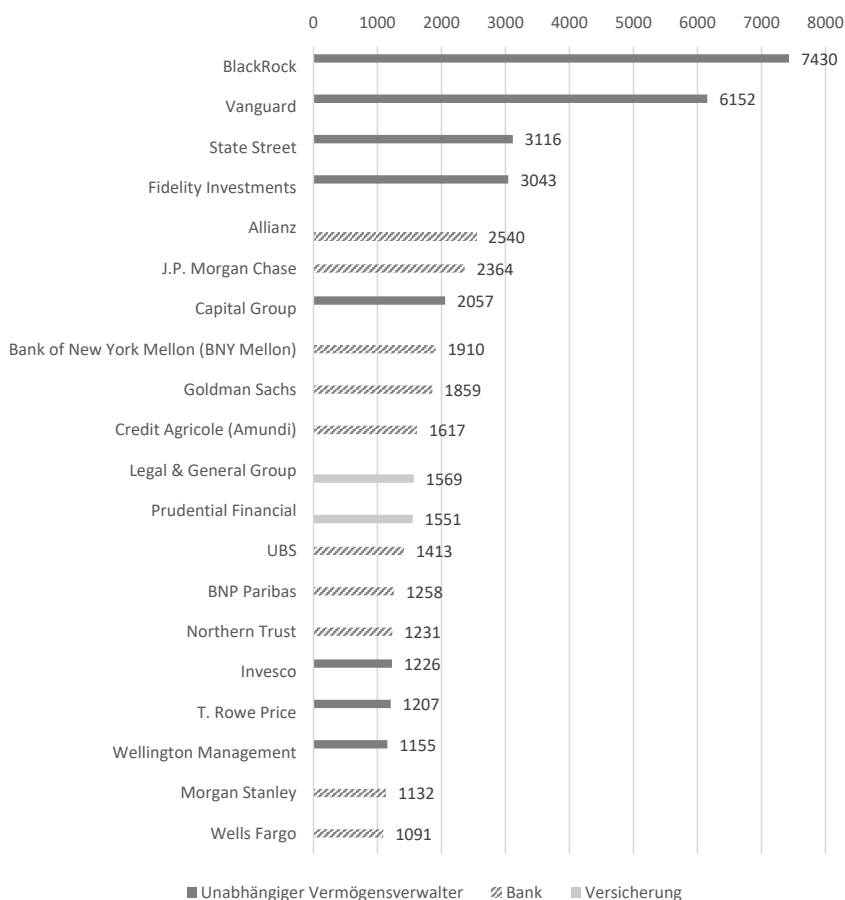
Abbildung 10: Größte 20 DAX-Investoren³⁴⁹



348 Vgl. Harrer, Exchange Traded Funds, 2016, S. 48.

349 Eigene Darstellung mit Zahlen von DIRK/IHS Markit, Investoren der Deutschland AG 7.0 - Who owns the German DAX?, 2020, S. 13.

Abbildung 11: Weltweit größte 20 im Asset-Management tätigen Unternehmen (Stand 2020)³⁵⁰



bb) Große Bedeutung als horizontal-diversifizierte Großaktionäre

Betrachtet man die größten gemeinsamen Investoren der Unternehmen verschiedener von der Monopolkommission untersuchten Branchen,³⁵¹ er-

350 Eigene Darstellung mit Zahlen von *Thinking Ahead Institute*, The world's largest 500 asset managers, 2020, S. 44.

351 Siehe hierzu Zweites Kapitel C. I. 1. (Abbildung 3 bis Abbildung 6).

kennt man, dass es sich bei allen Investoren außer der Bank of New York Mellon und dem norwegischen Staatsfonds um solche unabhängigen Vermögensverwalter handelt. BlackRock, Vanguard, State Street und Capital Group befinden sich unter den größten gemeinsamen Investoren in jeder untersuchten Branche. Invesco, Fidelity Investments und Dimensional Fund Advisors gehören jeweils in einer der vier Branchen zu den größten gemeinsamen Investoren. Auch der Blick auf die beteiligungsstärksten Investoren der deutschen DAX-Unternehmen (siehe Abbildung 10) sowie die größten Unternehmen nach verwaltetem Vermögen („*Assets under Management*“ = „AuM“) weltweit (siehe Abbildung 11) bestätigt das Bild, dass unabhängige Vermögensverwalter die entscheidenden Verursacher gewichtiger indirekter Horizontalverflechtungen als horizontal-diversifizierte Großaktionäre sind. Fünf der zehn beteiligungsstärksten Investoren im DAX sind unabhängige Vermögensverwalter (BlackRock, Vanguard, State Street, Capital Group und Fidelity Investments). Gleiches gilt für die vier größten vermögensverwaltenden Unternehmen der Welt nach verwaltetem Kapital (AuM). Alle sind unabhängige, auf Investmentverwaltung spezialisierte Unternehmen (BlackRock, Vanguard, State Street und Fidelity Investments). Auffällig ist, dass all diese Unternehmen aus den USA stammen. Es gibt auch große europäische Vermögensverwalter. Diese sind aber zumeist Tochtergesellschaften von Großbanken.³⁵²

cc) Die *Big Three*

Im letzten Jahrzehnt kam es mit dem Aufstieg passiv gemanagter Finanzprodukte (Indexfonds und ETF) innerhalb der Vermögensverwaltungsbranche zu einer starken Konzentration von sehr viel Kapital bei den sog. *Big Three*. Die *Big Three* sind die unabhängigen Vermögensverwaltungsunternehmen BlackRock, Vanguard und State Street, die alle hauptsächlich mit passiven Anlagestrategien arbeiten. Insbesondere aufgrund der Vorteile durch Skalierungseffekte bei Indexfonds, die mit den Fondsgrößen zunehmen, verstärkt sich die Marktposition dieser Unternehmen immer weiter.³⁵³ Mit im Jahr 2020 verwalteten Vermögen von 7,4 Bio. USD (BlackRock), 6,1 Bio. USD (Vanguard) und 3,1 Bio. USD (State Street) stehen sie an der Spitze der Branche und sind somit die Hauptverantwortlichen für starke

352 Siehe hierzu im Folgenden Gliederungspunkt b).

353 Ausführlich zur Konzentration im Indexfondssektor *Bebchuk/Hirst*, 99 Boston University Law Review 2019, 721, 729 ff.

Horizontalverflechtungen. Insbesondere BlackRock und Vanguard bewegen sich bei dieser Kennzahl mittlerweile in einer eigenen Sphäre (siehe Abbildung 11). Mindestens eines dieser drei Unternehmen gehört aufgrund der enormen Summe an investiertem Kapital zu den größten Aktionären bei fast jedem börsennotierten Unternehmen der Welt.

Das verdeutlichen auch folgende Untersuchungen aus den USA: BlackRock war bereits 2013 der größte Anteilseigner bei einem Fünftel der börsennotierten amerikanischen Unternehmen.³⁵⁴ Damals verwaltete BlackRock mit etwa 3,5 Billionen Dollar weniger als die Hälfte des heutigen Vermögens. Die Vermutung liegt daher nahe, dass der Anteil in den letzten Jahren noch spürbar gewachsen ist. Rechnet man die Unternehmensanteile der *Big Three* zusammen, so waren sie 2015 der größte Anteilseigner von 40 Prozent der zu dieser Zeit etwa 3900 börsennotierten Unternehmen in den USA.³⁵⁵ Noch eindrücklicher wird das Bild, wenn man die Unternehmen des S&P 500 betrachtet. Der S&P 500 ist neben dem DowJones der bedeutendste amerikanische Index und repräsentiert die 500 größten Unternehmen. Zusammengenommen waren die *Big Three* hier bei 438 von 500 bzw. 88 Prozent der enthaltenen Unternehmen der größte Anteilseigner.³⁵⁶

Die Untersuchung der Auswirkungen von horizontal-diversifizierten Großaktionären muss daher einen besonderen Fokus auf die *Big Three* legen.

b) Banken

Banken finden sich ebenfalls sehr häufig unter den größten Anteilseignern börsennotierter Unternehmen und sind daher auch wichtige horizontal-diversifizierte Großaktionäre. Neun der zwanzig größten Investoren der DAX-Unternehmen sind Banken (siehe Abbildung 10).

Es gibt verschiedene Gründe, weshalb Banken Aktien halten. Im Wertpapierhandel tätige Investmentbanken haben zum Beispiel Aktien in ihrem Bestand, um als sog. „*Market Maker*“ für Liquidität an den Märkten zu

354 Davis, 41 Politics & Society 2013, 283, 289.

355 Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo, 19 Business and Politics 2017, 298, 313.

356 Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo, 19 Business and Politics 2017, 298, 313.

sorgen.³⁵⁷ Das Eigengeschäft mit Aktien von Investmentbanken spielt dagegen aufgrund strenger Regulierung in den USA kaum noch eine Rolle.³⁵⁸ Der entscheidende Grund für die großen Aktienbestände ist der Geschäftsbereich des Asset Managements, also die Vermögensverwaltung für Kunden. Dieser Geschäftsbereich, der teilweise in Tochtergesellschaften unter anderem Namen ausgegliedert wird, unterscheidet sich nicht von dem der unabhängigen Vermögensverwalter. Auch Banken legen Investmentfonds auf und managen diese. Sie sind daher mit dem Kapital ihrer Kunden über die Investmentfonds an den Unternehmen beteiligt. Bei der Kundenakquise greifen sie auf ihr bestehendes Netzwerk aus anderen Geschäftsbereichen zurück. In Europa sehr bekannt sind DWS, der Vermögensverwaltungsarm der Deutschen Bank, und Amundi, das Pendant der französischen Credit Agricole. Mit JP Morgan Chase, Bank of New York Mellon und Goldman Sachs finden sich drei US-amerikanische Banken sogar unter den zehn größten Vermögensverwaltern der Welt wieder.

c) Versicherungen

Versicherungen sind als traditionelle institutionelle Investoren große Anleger auf den Finanzmärkten. Sie bieten Versicherungsschutz gegen den Eintritt eines zukünftigen Ereignisses an. Gegen eine Gebühr tragen sie das Risiko des Versicherten und legen die so erzielten Einnahmen an. Zu den größten Akteuren im Finanzsystem unter den Versicherungen gehören Lebensversicherer, die auch Investmentprodukte anbieten.³⁵⁹

Manche Versicherungen nutzen ihr Knowhow im Asset Management und bieten auch reine Vermögensverwaltungsdienstleistungen für Privathaushalte und institutionelle Investoren an. Ihr Geschäft in diesem Bereich unterscheidet sich nicht von dem der unabhängigen Vermögensverwalter und Banken. Ein Beispiel hierfür ist die Allianz mit ihren Tochtergesellschaften Allianz Global Investors und PIMCO. Aus diesem Grund ist die Allianz auch der fünfgrößte Vermögensverwalter der Welt und verwaltet erheblich mehr Kapital als andere Versicherungen (siehe Abbildung 11).

357 Vgl. Heldt in: Gabler Wirtschaftslexikon - Band F-J, 2019, S. 1814 Stichwort Investment Banking.

358 Schöning in: Gabler Wirtschaftslexikon - Band T-Z, 2019, S. 3728 Stichwort Volcker Rule.

359 Fabozzi, Capital Markets, 2015, S. 67 f.

d) Pensionsfonds

Pensionsfonds sind vom Arbeitgeber aufgelegte Sondervermögen zur betrieblichen Altersvorsorge.³⁶⁰ Da der Arbeitgeber dabei sowohl ein Unternehmen der Privatwirtschaft als auch der Staat sein kann, gibt es private und staatliche Pensionsfonds.³⁶¹

Pensionsfonds investieren das ihnen anvertraute Kapital diversifiziert an den Finanzmärkten und können deshalb grundsätzlich auch horizontal-diversifizierte Großaktionäre sein. Im Regelfall sind sie jedoch aufgrund der Beschränkung auf einen Arbeitgeber oder verschiedene Arbeitgeber einer Branche so klein, dass sie nicht die Rolle eines Großaktionärs bei ihren Portfoliounternehmen einnehmen. Außerdem lagern sie die Verwaltung teilweise auch an verschiedene externe Vermögensverwalter aus, die dann letztendlich Aktionäre der Portfoliounternehmen werden. Auf diese Weise arbeitet zum Beispiel der staatliche japanische Government Pension Investment Fund (GPIF),³⁶² weshalb er trotz seiner immensen Größe von AuM in Höhe von 177 Bio. Yen³⁶³ (umgerechnet ca. 1,6 Bio USD) kein horizontal-diversifizierter Großaktionär ist. Das Management übernimmt eine Vielzahl an externen Vermögensverwaltern, die dann auch als Aktionäre gegenüber den Portfoliounternehmen auftreten.

2. Staatsfonds

Von der bisherigen Literatur zu indirekten Horizontalverflechtungen werden Staatsfonds kaum beachtet. Dabei verwalten nicht nur Privatunternehmen große Mengen an Kapital, auch Staaten legen Überschüsse ihrer Haushalte am Kapitalmarkt an. Geschieht das breit diversifiziert in Aktien, entstehen indirekte Verflechtungen zwischen konkurrierenden Unternehmen über die organisatorische Einheit, die die Investments für den Staat verwaltet. Diese organisatorischen Einheiten sind sog. Staatsfonds, die so

360 Vgl. *Aichberger* in: Creifelds kompakt, 2021, Stichwort Pensionsfonds.

361 Zur Abgrenzung zwischen staatlichen Pensionsfonds und Staatsfonds siehe Viertes Kapitel C. I. 2. a).

362 *Sovereign Wealth Fund Institute*, Chat with the Chief: Hiromichi Mizuno, 21.5.2018, abrufbar unter <https://www.swfinstitute.org/news/66581/chat-with-the-chief-hiromichi-mizuno> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

363 *Government Pension Investment Fund (GPIF)*, Investment results for 3Q of fiscal 2020, 2020, S. 1.

zu horizontal-diversifizierten Großaktionären in der Aktionärsstruktur der Unternehmen werden.

a) Definition und Kategorien

Bislang wurde keine allgemein anerkannte Definition des Begriffs „Staatsfonds“ entwickelt.³⁶⁴ Die in der internationalen Literatur verwendete US-amerikanische Bezeichnung „*Sovereign Wealth Fund*“ ist deutlich jünger als das in den 1950er Jahren aufkommende Phänomen am Kapitalmarkt aktiver Staaten selbst. Er entstand Anfang der 2000er Jahre und löste den Begriff „*Stabilization Fund*“ ab, der heute nur noch eine Unterkategorie des Staatsfonds ist.³⁶⁵ Eine überzeugende Definition, die im Folgenden verwendet wird, entwickelte Preisser. Er arbeitete aus verschiedenen Ansätzen der internationalen Literatur fünf Kriterien eines Staatsfonds heraus:³⁶⁶ Demnach speisen sich Staatsfonds aus Devisenreserven, also überschüssiger Liquidität im öffentlichen Sektor (1). In Abgrenzung zu Zentralbanken werden sie organisatorisch getrennt von der traditionellen Verwaltung der Zentralbanken gemanagt (2) und weisen in ihrer Anlage eine höhere Risikostruktur (3) und Renditeausrichtung (4) auf. In Abgrenzung zu staatlichen Pensionsfonds bestehen keine direkten Verbindlichkeiten gegenüber einzelnen Bürgern (5).

Staatsfonds lassen sich in nach Einnahmequellen und Anlagezielen kategorisieren. Auf der Seite der Einnahmen werden „*Commodity Funds*“ (auch „*Non Renewable Funds*“) und „*Non Commodity Funds*“ (auch „*Renewable Funds*“) unterschieden. *Commodity Funds* investieren Einnahmen aus Rohstoffexporten, typischerweise Erdöl oder Erdgas.³⁶⁷ *Non Commodity Funds* werden aus Währungsreserven der Staatsbanken gespeist.³⁶⁸ Für die Art und Weise, wie ein Staatsfonds investiert, und damit auch für seine potenzielle Eigenschaft als horizontal-diversifizierter Großaktionär sind aber die Anlageziele entscheidend. Bei den Anlagezielen werden Stabilisierungs-, Generationen- und Entwicklungsfonds unterschieden. Stabilisie-

364 Vgl. statt vieler Preisser, *Sovereign Wealth Funds*, 2013, S. 23.

365 Preisser, *Sovereign Wealth Funds*, 2013, S. 23.

366 Preisser, *Sovereign Wealth Funds*, 2013, S. 25.

367 Preisser, *Sovereign Wealth Funds*, 2013, S. 26; Weber/Schalast, *Handlungsspielräume von Staatsfonds*, 2009, S. 13.

368 Preisser, *Sovereign Wealth Funds*, 2013, S. 26; Weber/Schalast, *Handlungsspielräume von Staatsfonds*, 2009, S. 13.

rungsfonds verfolgen das Ziel einer makroökonomischen Stabilisierung der Staatsfinanzen, um sie gegen Preisschwankungen von Rohstoffen und/oder die Volatilität der Devisenmärkte abzusichern.³⁶⁹ Generationenfonds (auch Sparfonds genannt) streben nach dem Aufbau eines Kapitalstocks zur Absicherung zukünftiger Generationen.³⁷⁰ Sie versuchen dieses Ziel durch die Erwirtschaftung einer möglichst hohen und sicheren Rendite zu erreichen und haben einen langfristigen Anlagehorizont.³⁷¹ Entwicklungsfonds konzentrieren sich hauptsächlich auf die nationale Wirtschaft des jeweiligen Staates, indem sie den Infrastrukturaufbau oder bestimmte Wirtschaftssektoren subventionieren.³⁷² Außerdem können ihre Investments auch politisch dafür genutzt werden, das Bild des hinter dem Fonds stehenden Staates in der Welt aufzubessern. Eine in jüngster Zeit häufiger zu beobachtende Methode dafür sind strategische Investments im In- und Ausland in Sportclubs oder Sportevents.³⁷³ Im Einzelfall können auch Mischformen der Fondskategorien auftreten.

Schon aus der Konzeption und den Anlagezielen ergibt sich, dass vor allem Staatsfonds in Form der Generationenfonds dazu prädestiniert sind, horizontal-diversifizierte Großaktionäre zu werden. Um das Ziel einer möglichst sicheren Renditemaximierung zu erreichen, greifen sie auf den gleichen Grundsatz zurück wie private Vermögensverwalter: Diversifikation. Dadurch halten sie sehr weit gefächerte Beteiligungen, wodurch Verbindungen zwischen konkurrierenden Unternehmen über sie entstehen.

b) Beispiele für Staatsfonds als horizontal-diversifizierte Großaktionäre

Der als horizontal-diversifizierter Großaktionär präsenteste Staatsfonds ist der norwegische Staatsfonds. Seine korrekte Bezeichnung lautet „Government Pension Fund Global“. Trotz seines Namens handelt es sich nicht

369 Preisser, *Sovereign Wealth Funds*, 2013, S. 27; Weber/Schalast, *Handlungsspielräume von Staatsfonds*, 2009, S. 13.

370 Weber/Schalast, *Handlungsspielräume von Staatsfonds*, 2009, S. 13.

371 Preisser, *Sovereign Wealth Funds*, 2013, S. 27.

372 Preisser, *Sovereign Wealth Funds*, 2013, S. 27 f.; Weber/Schalast, *Handlungsspielräume von Staatsfonds*, 2009, S. 13.

373 Bellinger, "Sportswashing" mit Fußballstars: Millionen-Gagen zur Image-Politur, NDR, 21.8.2023, abrufbar unter <https://www.ndr.de/sport/fussball/Sportswashing-mit-Fussballstars-Millionen-Gagen-zur-Image-Politur,sportswashing100.html> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

um einen staatlichen Pensionsfonds, sondern um einen Staatsfonds; denn der Fonds speist sich weder aus Einzahlungen von Bürgern, noch bestehen Verbindlichkeiten des Fonds gegenüber einzelnen Bürgern.³⁷⁴

Der Government Pension Fund Global wurde 1990 durch den „Petroleum Fund Act“ des norwegischen Parlamentes als „Government Petroleum Fund“ gegründet.³⁷⁵ Sein Kapital bezieht er aus den Einnahmen des norwegischen Staates aus Ölgeschäften. Dabei handelt es sich hauptsächlich um Steuern auf Gewinne der in Norwegen aktiven Ölkonzerne und direkte Investitionen des Staates in die Ölproduktion.³⁷⁶ Der norwegische Staatsfonds ist somit ein *Commodity Fund*. Anfangs noch als Stabilisierungsfonds geplant, entwickelte sich das Ziel mit der Auflage im Jahr 1990 und den ersten Mittelzuflüssen im Jahr 1996 zu einem Generationenfonds, der für die Sicherung des Wohlstands zukünftiger Generationen norwegischer Bürger sorgen soll.³⁷⁷ Der Fonds ist dem norwegischen Finanzministerium zugeordnet, das die generelle Verantwortung für den Fonds trägt und die Richtlinien für das Fondsmanagement vorgibt. Die operative Verwaltung des Fonds übernimmt Norges Bank Investment Management („NBIM“), eine speziell für diese Aufgabe gegründete Abteilung der norwegischen Zentralbank.³⁷⁸ Dabei greift NBIM fast ausschließlich auf eigenes Personal zurück. Ende 2020 waren lediglich 4,7 Prozent des gesamten Fondsvolumens an insgesamt 88 externe Vermögensverwalter ausgelagert.³⁷⁹

Ende 2020 betrug das gesamte Anlagevolumen ca. 10,9 Bio. NOK, was etwa 1,07 Bio. Euro entspricht.³⁸⁰ Durch seine Richtlinien ist der Staatsfonds gezwungen, 70 Prozent seines Volumens in Aktien anlegen, was ihn zu einem der größten Aktionäre der Welt gemacht hat.³⁸¹ Er hält Beteiligungen an über 9000 Unternehmen, deren Wert sich zu ca. 1,4 Prozent des weltweit

374 Norges Bank Investment Management, Investing with a mandate, 2020, S. 16.

375 Norges Bank Investment Management, Investing with a mandate, 2020, S. 14.

376 Norges Bank Investment Management, Investing with a mandate, 2020, S. 14.

377 Norges Bank Investment Management, Investing with a mandate, 2020, S. 13, 16.

378 Norges Bank Investment Management, Government Pension Fund Global: Annual Report 2020, 2021, S. 27.

379 Siehe die Informationen zu externen Mandaten (Stand: 31.12.2020) unter <https://www.nbim.no/en/the-fund/how-we-invest/external-mandates/> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

380 Norges Bank Investment Management, Government Pension Fund Global: Annual Report 2020, 2021, S. 21.

381 Norges Bank Investment Management, Investing with a mandate, 2020, S. 34.

börsennotierten Aktienkapitals summiert.³⁸² Der Anlageschwerpunkt liegt in Europa. Die durchschnittliche Beteiligungsstärke beträgt dort 2,6 Prozent. Weltweit übersteigt die Beteiligungsstärke bei knapp 1300 Unternehmen zwei Prozent und bei 40 Unternehmen sogar fünf Prozent.³⁸³ Die Höhe des investierten Kapitals und Breite der Diversifikation machen den norwegischen Staatsfonds zu einem horizontal-diversifizierten Großaktionär, dessen Beteiligungsgeflecht mit dem der *Big Three* vergleichbar ist.

Die meisten weiteren großen Staatsfonds sind im Nahen Osten angesiedelt und werden als *Commodity Funds* durch Erlöse aus dem Erdöllexport gespeist. Bekannte Vertreter sind die Staatsfonds „Abu Dhabi Investment Authority“ und „Kuwait Investment Authority“. Außerdem sind in Asien große *Non Commodity Funds* beheimatet, dazu zählen insbesondere der „China SAFE“ und der „GIC Singapore“. Die Beteiligungsportfolios dieser Staatsfonds sind jedoch sehr intransparent, da sie nur wenige Informationen veröffentlichen.³⁸⁴ Auch bleiben die Beteiligungen selbst zumeist unter den gesetzlichen Meldeschwellen oder das Vermögen wird an externe Vermögensverwalter ausgelagert. Die wenigen verfügbaren Daten weisen sie allerdings als gewichtige Investoren in Europa³⁸⁵ und den USA³⁸⁶ aus – wenn auch deutlich kleiner als der norwegische Staatsfonds, der über mehr Kapital verfügt und dieses auch zu 95 Prozent intern verwaltet.

3. Beteiligungsgesellschaften

Als horizontal-diversifizierte Großaktionäre ebenfalls wenig beachtet werden in der bisherigen Literatur zur Debatte Unternehmen, die eigenes Kapital in Unternehmensbeteiligungen anlegen und dadurch Verflechtun-

382 Gemessen am FTSE Global All Cap Aktienindex, *Norges Bank Investment Management*, Government Pension Fund Global: Annual Report 2020, 2021, S. 30.

383 *Norges Bank Investment Management*, Government Pension Fund Global: Annual Report 2020, 2021, S. 30.

384 Vgl. die Darstellung der Abu Dhabi Investment Authority bei Preisser, *Sovereign Wealth Funds*, 2013, S. 15.

385 Siehe für Deutschland die Aufstellung der größten Staatsfonds Beteiligungen an DAX-Unternehmen bei *DIRK/IHS Markit*, *Investoren der Deutschland AG 7.0 - Who owns the German DAX?*, 2020, S. 17.

386 Siehe für die USA die Aufstellung der größten Staatsfonds nach intern verwalteten Beteiligungen an NASDAQ-Unternehmen von der US-amerikanischen Börse NASDAQ, abrufbar unter <https://www.nasdaq.com/IR-Intelligence/Sovereign-Wealth-In-Focus> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

gen verursachen. Sie werden im Folgenden als Beteiligungsgesellschaften bezeichnet.

Da sie kein fremdes Kapital einwerben und treuhänderisch verwalten, sind die Portfolios von Beteiligungsgesellschaften naturgemäß deutlich kleiner. Gewichtige Beteiligungen, die sich breit diversifiziert über die gesamte Wirtschaft verteilen, sind für sie unerreichbar und werden auch nicht angestrebt. Nichtsdestotrotz können sie genug Kapital aufbringen, um gewichtige Beteiligungen in einzelnen Branchen aufzubauen. Beteiligungsgesellschaften können Mehrheits- und Minderheitsbeteiligungen halten. Dadurch kann es durch sie neben indirekten Horizontalverflechtungen auch zu der Beteiligungsstruktur der direkten Horizontalverflechtung kommen, wenn die Beteiligungsgesellschaft ein Unternehmen in einem Markt kontrolliert und an einem Konkurrenzunternehmen im selben Markt eine Minderheitsbeteiligung hält.

Das bekannteste Unternehmen, das eine Beteiligungsgesellschaft im hier beschriebenen Sinne darstellt, ist Berkshire Hathaway. Ehemals ein großes Textilunternehmen in New England im Nordosten der USA, wurde Berkshire Hathaway 1965 in einer schwierigen wirtschaftlichen Lage von Warren Buffet kontrollierend übernommen. Die Textilproduktion war in New England nicht mehr profitabel und das Unternehmen schrieb rote Zahlen. Warren Buffet nutzte die verbliebenen Kapitalreserven Berkshire Hathaways, um Unternehmen aus anderen Branchen zu erwerben. Zu den ersten Übernahmen gehörten Versicherungsunternehmen und ein Süßwarenhersteller. Das operative Geschäft mit Textilien wurde nach und nach zurückgefahren und im Jahr 1985 vollständig eingestellt. Berkshire Hathaway hatte sich damit zu einem Konglomerat entwickelt.³⁸⁷ Im Laufe der Jahre erweiterte Berkshire Hathaway seine Strategie und erwarb nicht nur vollständige Unternehmen, sondern auch Minderheitsbeteiligungen an Aktiengesellschaften über die Börsen.³⁸⁸ Obwohl sich auch die meisten Minderheitsbeteiligungen wie die Mehrheitsbeteiligungen über verschiedene Branchen verteilen, erwarb Berkshire Hathaway auch Minderheitsbeteiligungen an mehreren Konkurrenten. Dabei fallen insbesondere Unternehmen aus zwei Branchen ins Auge: US-Airlines und US-Großbanken. Die Beteiligungen Berkshire Hathaways fallen somit ausgerechnet auf die

387 Ausführlich zur Geschichte Berkshire Hathaways *Buffet* in: Berkshire Hathaway Inc., 2014 Annual Report, 2015, S. 24-28.

388 *Buffet* in: Berkshire Hathaway Inc., 2014 Annual Report, 2015, S. 31; *Berkshire Hathaway Inc.*, 2020 Annual Report, 2021, S. 7.

zwei erstuntersuchten Branchen im Hinblick auf die Auswirkungen von indirekten Horizontalverflechtungen.³⁸⁹ Ende 2016 hielt Berkshire Hathaway Beteiligungen an den vier größten US-amerikanischen Airlines. Im Einzelnen handelte es sich dabei um eine 9,2 Prozent starke Beteiligung an United Continental Holdings (größter Anteilseigner), eine 8,3 Prozent starke Beteiligung an Delta Air Lines (größter Anteilseigner), eine 7,0 Prozent starke Beteiligung an Southwest Airlines (zweitgrößter Anteilseigner), eine 7,8 Prozent starke Beteiligung an American Airlines (drittgrößter Anteilseigner).³⁹⁰ In der Bankenbranche war Berkshire Hathaway Mitte 2016 an drei der sechs größten Banken beteiligt. Die Beteiligungshöhen waren auch hier erheblich. An Wells Fargo betrug der Anteil 10,5 Prozent (größter Anteilseigner), an U.S. Bancorp 5,9 Prozent (zweitgrößter Anteilseigner) und an der Bank of America 6,9 Prozent (größte Position, allerdings in Optionsscheinen („Warrants“) ohne Stimmrecht).³⁹¹

Berkshire Hathaway verändert im Gegensatz zu den sehr breit diversifizierten traditionellen Investoren, insbesondere den Vermögensverwaltern, sein Portfolio regelmäßig und teilweise auch umfassend. So veräußerte das Unternehmen seine Beteiligungen an den Fluggesellschaften vollständig, nachdem die Aktienkurse dieser Unternehmen aufgrund Corona-Pandemie und den darauffolgenden Reisebeschränkungen stark eingebrochen waren.³⁹² Auch die Beteiligungen an Banken haben sich bis zum Jahresende 2020 verändert. Die Beteiligung an Wells Fargo wurde sehr stark reduziert. Dafür wurden die Beteiligungen an der Bank of America und an U.S. Bancorp auf um die zehn Prozent aufgestockt und eine Beteiligung in Höhe von 7,5 Prozent an der Bank of New York Mellon erworben.³⁹³ Auch wenn das aktuelle Portfolio Berkshires weniger Horizontalverflechtungen aufweist, kann daraus kein Schluss für die Zukunft gezogen werden. Das Unternehmen kann auf immense Barmittel-Reserven von deutlich

389 Azar/Schmalz/Tecu, 73 The Journal of Finance 2018, 1513 ff; Azar/Raina/Schmalz, 51 Financial Management 2022, 227 ff.

390 Azar/Schmalz/Tecu, 73 The Journal of Finance 2018, 1513, 1516.

391 Azar/Schmalz/Tecu, 73 The Journal of Finance 2018, 1513, 1515.

392 Shepardson/Stempel, Berkshire sells entire stakes in U.S. airlines: Buffett, Reuters, 3.5.2020, abrufbar unter <https://www.reuters.com/article/us-berkshire-airlines/berkshire-sells-entire-stakes-in-u-s-airlines-buffett-idUSKBN22E0VP> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

393 Berkshire Hathaway Inc., 2020 Annual Report, 2021, S. 7.

über 100 Mrd. USD (Stand Ende 2020) zurückgreifen³⁹⁴ und wäre daher jederzeit in der Lage über Aktienkäufe erneut solche Beteiligungsstrukturen aufzubauen.

4. Vergleich der verschiedenen horizontal-diversifizierten Großaktionäre

Betrachtet man die Unternehmen, die typischerweise als horizontal-diversifizierte Großaktionäre in Aktiengesellschaften auftreten, fallen Gemeinsamkeiten und Unterschiede auf, die für die in der Arbeit folgenden Bewertung wichtig werden.

Zum einen lassen sich Unterschiede in der Breite der Diversifikation feststellen. Traditionelle institutionelle Investoren und insbesondere die wichtigste Untergruppe der Vermögensverwalter halten Portfolios, die sehr weit diversifiziert sind und die gesamte Wirtschaft über alle Branchen hinweg erfassen. Gleiches gilt für die meisten großen Staatsfonds, die als Generationenfonds, wie zum Beispiel der norwegische Staatsfonds, Kapitalvermögen langfristig anlegen. Beteiligungsunternehmen weisen hingegen ganz andere Diversifikationen auf. Wenn sie als horizontal-diversifizierte Großaktionäre auftreten, dann nur in einzelnen Branchen. Gewichtige Beteiligungen über die gesamte Wirtschaft sind für sie nicht zu erreichen.

Zum anderen unterscheiden sich die horizontal-diversifizierten Großaktionäre in der Herkunft des Kapitals und den sich daraus ergebenden Interessen. Traditionelle institutionelle Investoren verwalten als Treuhänder fremdes Kapital. Sie müssen die Interessen ihrer Anleger wahren. Insbesondere bei den wichtigsten horizontal-diversifizierten Großaktionären, der Gruppe der Vermögensverwalter mit den *Big Three*, stammt das Kapital aus einer sehr heterogenen Anlegergruppe und wird innerhalb verschiedener Fonds mit verschiedenen Portfolios verwaltet. Daraus können sich Interessenkonflikte zwischen einzelnen Fonds und den betreffenden Anlegergruppen ergeben. Beteiligungsunternehmen hingegen kennen solche Interessenkonflikte nicht, weil sie die Beteiligungen mit eigenem Kapital erwerben und gemeinsam verwalten. Staatsfonds nehmen eine Zwischenposition ein. Zwar verwalten auch sie fremdes Kapital, nämlich das des Staates, trotzdem sind sie eher mit Beteiligungsunternehmen vergleichbar. Denn das von ihnen verwaltete Kapital stammt aus einer Quelle. Sie kennen somit ebenso wie Beteiligungsunternehmen keine Interessenkonflikte bei der Verwaltung.

394 *Berkshire Hathaway Inc.*, 2020 Annual Report, 2021, S. K-70. Die Barmittel-Reserven bestehen aus Barmitteln und kurzfristige Investments in US-Staatsanleihen.

Zusammengefasst bilden Vermögensverwalter und Beteiligungsunternehmen die zwei Extrempositionen. Sie unterscheiden sich deutlich in beiden Aspekten. Vermögensverwalter halten Portfolios, die die gesamte Wirtschaft erfassen, können aber gleichzeitig internen Interessenkonflikten gegenüber ihren Anlegern unterliegen. Beteiligungsunternehmen investieren nur nach ihren eigenen Interessen in einzelne Branchen. Staatsfonds sind im Hinblick auf ihre Beteiligungsdiversifikation mit Vermögensverwaltern vergleichbar. Gleichzeitig können sie aufgrund des Staates als alleiniger Anleger ihre Beteiligungen nach einem Interesse verwalten.

II. Strategische Großaktionäre

Strategische Großaktionäre sind Anteilseigner, die einen maßgeblichen Einfluss auf das Unternehmen haben, aber gleichzeitig keine Anteile an direkten Konkurrenten des Unternehmens halten.

1. Privatpersonen, Familien und Stiftungen

Eine Stellung als strategischer Großaktionär in der Aktionärsstruktur von Aktiengesellschaften nehmen häufig Privatpersonen, Familien und Stiftungen ein. Ihre großen Anteile am Unternehmen gehen auf die Gründung des Unternehmens oder frühe Investitionen in dasselbe zurück.

Bekannte Beispiele sind die Familien Quandt und Klatten bei BMW³⁹⁵ und die Familien Porsche und Piëch über die Porsche Automobil Holding bei Volkswagen³⁹⁶. Auch das durch seine Impfstoffentwicklung viel beachtete Unternehmen Biontech ist ein solches Beispiel. Der Großteil der Anteile wird von den frühen Investoren Andreas und Thomas Strüngmann über ihre Familienbeteiligungsgesellschaft gehalten.³⁹⁷ Der Gründer Ugur Sahin

395 Siehe die Informationen zur Aktionärsstruktur der BMW AG unter <https://www.bmwgroup.com/de/investor-relations/aktie.html> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

396 Siehe zur Aktionärsstruktur der Volkswagen AG unter <https://www.volkswagenag.com/de/InvestorRelations/shares/shareholder-structure.html#> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025) und zur Aktionärsstruktur der Porsche Automobil Holding SE unter <https://www.porsche-se.com/investor-relations/aktie> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

397 *Biontech SE*, Annual Report 2020, 2021, S. 201.

ist mit 17,25 Prozent ebenfalls bedeutend beteiligt.³⁹⁸ In den USA fällt in diesem Zusammenhang die immer noch zehnprozentige Beteiligung von Jeff Bezos an Amazon ins Auge.³⁹⁹ Gegebenenfalls können die Beteiligungen auch von Stiftungen gehalten werden.

Solche strategischen Großaktionäre können Unternehmensentscheidungen beeinflussen. Die Gründer bekleiden häufig – wie Jeff Bezos oder Ugur Sahin – den Vorstandsvorsitz. Sie haben dadurch einen erheblichen Einfluss auf die strategische Ausrichtung und das Wettbewerbsverhalten des Unternehmens. Ihre Nachfahren sind meistens wie die Familien Quandt/Klatten oder Porsche/Piëch im Aufsichtsrat aktiv. Gleiches gilt für frühe Investoren. Aber nicht nur der Einfluss solcher strategischer Großinvestoren ist groß. Sie sind ebenfalls sehr stark auf die Entwicklung dieses einzelnen Unternehmens fokussiert. Denn der Einsatz ist hoch. Die Beteiligung bildet im Regelfall einen Großteil ihres Vermögens ab.

2. Mutter- und Beteiligungsgesellschaften

Börsennotierte Aktiengesellschaften können auch Tochtergesellschaften anderer Unternehmen sein und von diesen beherrscht werden. Der Einfluss eines solchen strategischen Großaktionärs ist nahezu absolut und überstrahlt den der übrigen Aktionäre. Ein Beispiel ist die Beteiligung der Deutschen Telekom an ihrem ebenfalls börsennotierten amerikanischen Tochterunternehmen T-Mobile US.

Bei der Darstellung der strategischen Großaktionäre müssen außerdem Beteiligungsgesellschaften einbezogen werden. Wie bereits am Beispiel von Berkshire Hathaway erläutert können solche Unternehmen als horizontal-diversifizierte Großaktionäre in der Aktionärsstruktur auftreten. Das ist jedoch keinesfalls immer so. Oft sind Beteiligungsgesellschaften auch nur an einzelnen Unternehmen einer Branche beteiligt. Bei Berkshire Hathaway zeigt sich das zum Beispiel an den Beteiligungen an Coca-Cola oder Apple. Im Hinblick auf die Aktionärsstruktur dieser Unternehmen ist Berkshire Hathaway ein strategischer Großaktionär.

398 *Biontech SE*, Annual Report 2020, 2021, S. 201.

399 *Amazon.com Inc.*, Proxy Statement, 2021, S. 62.

3. Aktivistische institutionelle Investoren

Aktivistische institutionelle Investoren sind insbesondere Hedgefonds.⁴⁰⁰ Sie investieren im Regelfall nicht diversifiziert, sondern bauen hohe Einzelbeteiligungen auf und intervenieren aktiv bei den Entscheidungsfindungen des Portfoliounternehmens. So können sie Änderungen zum Beispiel der Produktmarktstrategie einfordern, die die Marktanteile auf Kosten der Wettbewerber erhöhen.⁴⁰¹

Aufgrund dieser Geschäftsstrategie sind aktivistische Investoren in aller Regel strategische Großinvestoren. Eine seltene Ausnahme ließ sich allerdings in der deutschen Bankenbranche beobachten. Die aktivistische Investmentgesellschaft Cerberus war zwischenzeitlich mit Beteiligungen im mittleren einstelligen Prozentbereich bei der Deutschen Bank und der Commerzbank eingestiegen.⁴⁰² Wirklich breite Abdeckungen einzelner Branchen kommen aber nicht vor.

4. Staaten

Investiert ein Staat Kapital zur langfristigen Sicherung des Lebensstandards seiner Bevölkerung mittels eines Generationenfonds, tritt er bzw. der zu diesem Zweck gegründete Staatsfonds wie erläutert als horizontal-diversifizierter Großaktionär auf. Anders sieht es aus, wenn ein Staat sich strategisch an einzelnen Unternehmen beteiligt. In solchen Fällen ist der Staat ein strategischer Großaktionär. Staatsbeteiligungen dieser Art können verschiedene Gründe haben. Teilweise gehen sie auf die Privatisierung ehemaliger Staatsunternehmen zurück, an denen der Staat eine Minderheitsbeteiligung behalten hat. Dazu gehört in Deutschland zum Beispiel die Beteiligung der Bundesrepublik an der Deutschen Telekom⁴⁰³ oder die Beteili-

400 Gröntgen, Operativer shareholder activism, 2020, S. 9.

401 Aslan/Kumar, 119 Journal of Financial Economics 2016, 226 ff.

402 Hedstück, Cerberus verkauft Deutsche und Commerzbank, 11.1.2023, abrufbar unter <https://www.finance-magazin.de/banking-berater/cerberus-verkauft-deutsche-und-commerzbank-106606/> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

403 Siehe zur Aktionärsstruktur der Deutschen Telekom AG unter <https://www.telekom.com/de/investor-relations/unternehmen/aktionaeersstruktur> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

gung des Landes Niedersachsen an Volkswagen⁴⁰⁴. Ebenfalls können solche Beteiligungen nachträglich an vollständig in privatem Besitz befindlichen Unternehmen erworben werden – zum Beispiel als Rettung in wirtschaftlicher Schieflage befindlicher Unternehmen wie bei der Commerzbank⁴⁰⁵ in der Finanzkrise oder der Lufthansa⁴⁰⁶ in der Corona-Pandemie geschehen. Ebenfalls werden Unternehmen weltweit häufig durch Staatsbeteiligungen finanziell gefördert.

Staaten halten als strategische Großaktionäre häufig größere Aktienpakete, sodass sie in der Theorie einen relativ großen Einfluss auf die Unternehmen haben. Wie stark sich der Staat als Großaktionär in die Geschäftstätigkeit einmischt, hängt aber vom Einzelfall ab.

III. Kleinaktionäre

Kleinaktionäre können aufgrund ihrer geringen Beteiligungen keinen nennenswerten Einfluss auf das Unternehmen ausüben. Oftmals sind sie als Einzelaktionäre mit ihren Interessen nicht einmal für das Management wahrnehmbar.

Bei den Kleinaktionären handelt es sich um eine sehr heterogene Gruppe. Zunächst einmal sind alle Privatanleger den Kleinaktionären zuzuordnen, weil die Aktienanteile des einzelnen Privatanlegers verschwindend gering sind. Aber auch viele institutionelle Investoren fallen nach dem hiesigen Verständnis unter den Begriff der Kleinaktionäre, weil ihre Beteiligungen keinen nennenswerten Einfluss auf die Unternehmensleitung vermuten lässt. Solche Investoren gehen in der Masse der Aktionäre unter. Um Beteiligungen jenseits der 0,5- oder gar Ein-Prozent-Grenze aufzubauen, müssen breit diversifizierte institutionelle Investoren sehr viel mehr Kapital verwalten, als kleinen und mittelgroßen Vermögensverwaltern, Versicherungen oder Pensionsfonds zur Verfügung gestellt wird.

404 Siehe zur Aktionärsstruktur der Volkswagen AG unter <https://www.volkswagenag.com/de/InvestorRelations/shares/shareholder-structure.html#> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

405 Schäfer, Der Bund als Retter in höchster Not, *Süddeutsche Zeitung*, 17.5.2010, abrufbar unter <https://www.sueddeutsche.de/geld/teilverstaatlichung-der-commerzbank-der-bund-als-retter-in-hoechster-not-1.371023> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

406 Flottau, Der Staat steigt bei der Lufthansa ein, *Süddeutsche Zeitung*, 21.5.2020, abrufbar unter <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/staatshilfe-lufthansa-corona-virus-krise-1.4913971?reduced=true> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

IV. Anteilsverhältnisse

Für einen groben Überblick ist außerdem die Frage interessant, in welchem Verhältnis sich horizontal-diversifizierte Großaktionäre, strategische Großaktionäre und Kleinaktionäre im Durchschnitt über die Aktionärsstruktur eines börsennotierten Unternehmens verteilen. Allerdings fehlt es an genauen Daten, weil eine Aufteilung der Aktionäre, wie sie hier zum Zwecke der theoretischen Analyse von indirekten Horizontalverflechtungen vorgenommen wird, neu ist. Es gibt jedoch andere Untersuchungen und Datensätze, auf die näherungsweise zurückgegriffen werden kann. Letztendlich muss ohnehin beachtet werden, dass sich die Verteilung von Unternehmen zu Unternehmen sehr stark unterscheiden kann. Manche börsennotierten Aktiengesellschaften sind vollständig im Streubesitz, andere haben sehr starke Ankeraktionäre, von denen sie kontrolliert werden.

1. Deutschland und Europa

Eine im Auftrag der OECD ausgeführte Studie zu den Aktionären der weltweiten börsennotierten Unternehmen kommt für die 461 deutschen börsennotierten Unternehmen zu dem Ergebnis, dass durchschnittlich etwa 15 Prozent der Anteile von anderen Privatunternehmen, 6 Prozent von Staaten, 7 Prozent von strategischen Privatpersonen und 34 Prozent von institutionellen Investoren gehalten werden.⁴⁰⁷ Die übrigen 39 Prozent sind anderweitiger Streubesitz,⁴⁰⁸ wozu insbesondere Privathaushalte und kleine institutionelle Investoren, die aufgrund ihrer geringen Größe ihre Beteiligungen nicht offen legen müssen, gehören.⁴⁰⁹ Bei einem Großteil der Privatunternehmen, Staaten und strategischen Privatpersonen dürfte es sich um strategische Großaktionäre handeln. Sie halten große Aktienpakete und sind mit Ausnahme von breit diversifizierten Staatsfonds nur in den seltensten Fällen an zwei konkurrierenden Unternehmen beteiligt.

407 *De La Cruz/Medina/Tang*, Owners of the World's Listed Companies, OECD Capital Market Series, 2019, S. 37 (Daten aus dem Jahr 2017).

408 *De La Cruz/Medina/Tang*, Owners of the World's Listed Companies, OECD Capital Market Series, 2019, S. 37 (Daten aus dem Jahr 2017). Die Prozentwerte werden in der Quelle nur gerundet angegeben. Dadurch erklärt sich, dass sie zusammenaddiert 100 Prozent überschreiten.

409 Zur Abgrenzung der untersuchten Gruppen *De La Cruz/Medina/Tang*, Owners of the World's Listed Companies, OECD Capital Market Series, 2019, S. 9.

Addiert man ihre Anteile zusammen, erhält man einen durchschnittlichen Anteil von 28 Prozent, der von strategischen Großaktionären gehalten wird. Der 39-prozentige Anteil des anderweitigen Streubesitzes ist eindeutig den Kleinaktionären zuzuordnen. Schwierig ist die Trennung zwischen Klein- und Großaktionären bei dem 34-prozentigen Anteil der institutionellen Investoren. Hier kann näherungsweise auf die bereits vorgestellten Ergebnisse des DIW zum Verflechtungsgrad zwischen konkurrierenden börsennotierten Unternehmen in Deutschland zurückgegriffen werden.⁴¹⁰ Die dort ermittelten durchschnittlichen Mindestverflechtungsgrade bewegen sich zwischen 0,15 (Chemiebranche) und 0,07 (Automobilbranche). Die Werte verstehen sich aufgrund ihrer Konzeption als Mindestwerte. Um das Problem nicht zu unterschätzen und dem Wachstum der größten Vermögensverwalter Rechnung zu tragen, wird der durchschnittliche Anteil zum Zwecke der Veranschaulichung für diese Arbeit auf den Mindestwert der verflochtensten Branche – nämlich 15 Prozent – geschätzt. In den meisten Branchen dürfte er in Deutschland jedoch darunter liegen. Viele institutionelle Investoren aus dem 34-prozentigen Anteil sind somit nicht groß genug, um Aktienbeteiligungen über einem Prozent an ihren Portfoliounternehmen zu erreichen. Sie sind deshalb den Kleinaktionären zuzuordnen. Vereinzelt halten auch aktivistische institutionelle Investoren wie Hedgefonds große und nicht-diversifizierte Beteiligungen, die dann den strategischen Großaktionären zugeordnet werden müssen. Insgesamt ergibt sich dadurch ein geschätztes Verhältnis von 28 Prozent strategische Großaktionäre zu 15 Prozent horizontal-diversifizierte Großaktionäre, während die übrigen 57 Prozent Kleinaktionäre sind. Betrachtet man nur die DAX-Konzerne, verschiebt sich der Anteil etwas zugunsten der horizontal-diversifizierten Großaktionäre, weil der Anteil der strategischen Großaktionäre auf 20 Prozent abnimmt.⁴¹¹ Das geschätzte Verhältnis im DAX liegt somit bei 20 Prozent strategischen Großaktionären zu 15 Prozent horizontal-diversifizierten Großaktionären und 65 Prozent Kleinaktionären.

Die durchschnittliche Aktionärsstruktur der untersuchten europäischen Unternehmen entspricht weitgehend der der deutschen Unternehmen, die als Teilmenge in diesen Zahlen enthalten sind. Privatunternehmen, Staaten und strategischen Privatpersonen erreichen als strategische Großaktionäre einen durchschnittlichen Anteil von 30 Prozent. Die größeren institutionel-

410 Siehe Zweites Kapitel C. I. 2.

411 *DIRK/IHS Markit*, Investoren der Deutschland AG 7.0 - Who owns the German DAX?, 2020, S. 8 (Daten aus dem Jahr 2019).

len Investoren halten 38 Prozent; 32 Prozent entfallen auf den anderweitigen Streubesitz.⁴¹² Geht man aufgrund der auch ansonsten vergleichbaren Zahlen von einem ähnlichen Verflechtungsgrad wie in Deutschland aus, kann auf europäischer Ebene ebenfalls ein Anteil von 15 Prozent horizontal-diversifizierter Großaktionäre angenommen werden. Das Verhältnis liegt dann bei 30 Prozent strategischen Großaktionären zu 15 Prozent horizontal-diversifizierten Großaktionären und 65 Prozent Kleinaktionären.

2. USA

In den Vereinigten Staaten zeigt sich ein anderes Bild bei der Betrachtung der Aktionärsstruktur. Strategische Großaktionäre (Privatunternehmen, Staaten und strategische Privatpersonen) sind mit einem durchschnittlichen Anteil von neun Prozent deutlich geringer vertreten als in Europa. Der Anteil der institutionellen Investoren liegt dafür bei 72 Prozent.⁴¹³ Da die meisten horizontal-diversifizierten Großaktionäre institutionelle Investoren sind, liegt die Vermutung nahe, dass ihr Anteil in den USA ebenfalls über dem in Europa liegt. Das Zahlenwerk einer weiteren Untersuchung bestätigt diese Vermutung. Allein die *Big Three* erreichen mit einem gemeinsamen Anteil von bis zu 20,5 Prozent im S&P 500 höhere Werte als die Schätzungen für Europa insgesamt.⁴¹⁴ Sie sind aber nicht die einzigen horizontal-diversifizierten Großaktionäre. Auch andere vermögensverwaltende Unternehmen und in einzelnen Branchen auch Beteiligungsgesellschaften wie Berkshire Hathaway erreichen in den USA signifikante Beteiligungen an Wettbewerbern. Für diese Arbeit wird der Anteil der horizontal-diversifizierten Großaktionäre daher auf 30 Prozent geschätzt. Daraus ergibt sich ein Verhältnis von 9 Prozent strategischen Großaktionären zu 30 Prozent horizontal-diversifizierten Großaktionären, während 61 Prozent auf Kleinaktionäre entfallen.

Beachtlich ist außerdem, dass sich dieses Verhältnis in den letzten Jahrzehnten massiv verschoben hat. Der Anteil an den S&P 500-Unternehmen

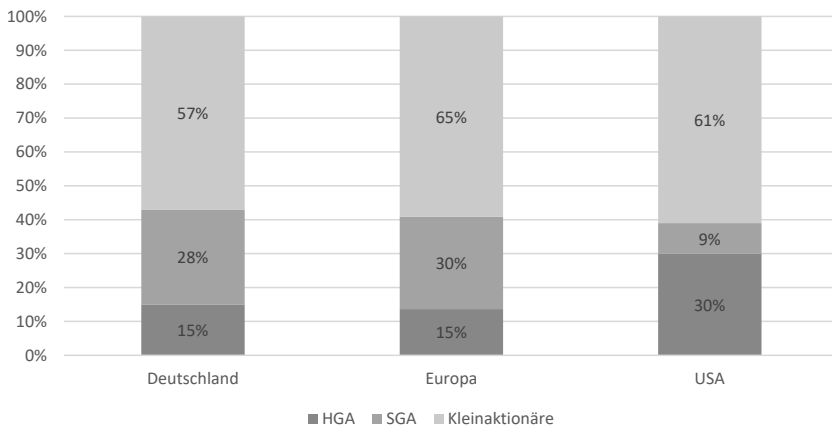
412 *De La Cruz/Medina/Tang*, Owners of the World's Listed Companies, OECD Capital Market Series, 2019, S. II (Daten aus dem Jahr 2017).

413 *De La Cruz/Medina/Tang*, Owners of the World's Listed Companies, OECD Capital Market Series, 2019, S. II (Daten aus dem Jahr 2017).

414 Vgl. *Bebchuk/Hirst*, 99 Boston University Law Review 2019, 721, 734 (Daten aus dem Jahr 2018).

der *Big Three*, die für einen maßgeblichen Teil der horizontal-diversifizierten Großaktionäre stehen, nahm zwischen 1998 und 2018 von 5,2 Prozent auf 20,5 Prozent zu.⁴¹⁵ Gleichzeitig verringerte sich der Anteil der strategischen Großaktionäre an US-amerikanischen börsennotierten Unternehmen. Im Jahr 1995 betrug der durchschnittliche Anteil, der von Individuen oder Privatunternehmen mit Beteiligungen über fünf Prozent gehalten wurde, mehr als 40 Prozent.⁴¹⁶ Bei einem Großteil dieser Aktionäre dürfte es sich um strategische Großaktionäre gehandelt haben, deren Anteil jetzt auf etwa neun Prozent gefallen ist.

Abbildung 12: Schätzung der durchschnittlichen Anteilsverhältnisse an börsennotierten Unternehmen in Deutschland, Europa und den USA



3. Zusammenfassung und Schlussfolgerung

Die größte Aktionärsgruppe stellen sowohl in Europa als auch den USA mit einem Anteil um 60 Prozent die Kleinaktionäre. Im Hinblick auf horizontal-diversifizierte und strategische Großaktionäre unterscheiden sich die Aktionärsstrukturen europäischer und US-amerikanischer Unternehmen jedoch stark. Strategische Großaktionäre halten in Europa durchschnittlich

415 *Bebchuk/Hirst*, 99 *Boston University Law Review* 2019, 721, 734.

416 *Edmans/Holderness* in: *Hermalin/Weisbach*, *Blockholders: A Survey of Theory and Evidence*, 2017, S. 556 Tabelle 3. Der Datensatz geht auf *Holderness*, 22 *The Review of Financial Studies* 2009, 1377 ff. zurück und benutzt Daten aus dem Jahr 1995.

30 Prozent der Unternehmensanteile und damit dreimal so viel wie in den USA. Gleichzeitig liegt der Anteil der horizontal-diversifizierten Großaktionäre in den USA mit geschätzten 30 Prozent wesentlich höher als in Europa. Dieser Unterschied muss bei der Heranziehung der Ergebnisse ökonometrischer Studien zu US-Märkten berücksichtigt werden. Die Ergebnisse können nicht ohne Weiteres auf europäische Märkte übertragen werden. Bei der Untersuchung der Mechanismen im Rahmen der zweiten Forschungsfrage wird daher auch verstärkt auf das Zusammenspiel zwischen horizontal-diversifizierten und strategischen Großaktionären bei unterschiedlichen Anteilsverhältnissen eingegangen.

D. Zwischenergebnis zum Vierten Kapitel

Die Aktionäre eines Unternehmens lassen sich aus wettbewerblicher Sicht in drei verschiedene Gruppen einteilen. Von zentraler Bedeutung für diese Arbeit ist die Gruppe der horizontal-diversifizierten Großaktionäre. Sie sind der Auslöser des untersuchten Marktstrukturphänomens indirekter Horizontalverflechtungen. Die wichtigsten horizontal-diversifizierten Großaktionäre sind Unternehmen, die Vermögensverwaltung für Dritte betreiben und deren Kapital über verschiedene Anlageprodukte (insbesondere Investmentfonds und ETFs) in Aktien investieren. Solche Unternehmen sind zumeist unabhängige Vermögensverwalter oder spezialisierte Tochtergesellschaften von Banken. Die regelmäßig größten Beteiligungen weisen mit den *Big Three* unabhängige Vermögensverwalter auf. Ebenfalls wichtige horizontal-diversifizierte Großaktionäre sind Staatsfonds und Beteiligungsunternehmen, die diversifizierte Beteiligungen aufbauen.

Den horizontal-diversifizierten Großaktionären stehen strategische Großaktionäre gegenüber. Sie sind nicht diversifiziert und haben nur ein Interesse an einem Unternehmen in der Branche. Meistens handelt es sich bei ihnen um die Unternehmensgründer oder deren Familien und Nachfolger. Aber auch aktivistische Investoren und Staaten agieren als strategische Großaktionäre. In Einzelfällen sind auch Tochtergesellschaften von Konzernen börsennotiert, sodass in diesem Fall die Muttergesellschaft als strategischer Großaktionäre agiert. Die dritte Gruppe bilden Kleinaktionäre.