

## Zweites Kapitel: Das Marktstrukturphänomen indirekter Horizontalverflechtungen

Im Zweiten Kapitel wird das in der Arbeit untersuchte Phänomen indirekter Horizontalverflechtungen über Minderheitsbeteiligungen gemeinsamer Anteilseigner vorgestellt. Im Englischen wird es zumeist als *Common Ownership* bezeichnet.

Zunächst werden die begrifflichen Grundlagen zu Minderheitsbeteiligungen und ihren Ausprägungen gelegt (dazu A.I. und II.). Anschließend werden direkte und indirekte Horizontalverflechtungen definiert und voneinander abgegrenzt (dazu A.III.). Sodann wird die zentrale Ursache des Phänomens beschrieben (dazu B.). Zuletzt werden das Ausmaß von indirekten Horizontalverflechtungen über Minderheitsbeteiligungen in Deutschland und Europa (dazu C.) sowie ökonomische Erkenntnisse zu möglichen Auswirkungen beleuchtet (dazu D.), um die Relevanz der wettbewerblichen Untersuchung hervorzuheben.

### *A. Begriffliche Grundlagen*

Im Folgenden wird das Unternehmen, das die Beteiligung erwirbt, als Beteiligungsunternehmen und das Unternehmen, an dem die Beteiligung erworben wird, als Zielunternehmen bezeichnet.

#### I. Minderheitsbeteiligung

Das Begriffspaar der Mehrheits- und Minderheitsbeteiligung entstammt dem Gesellschaftsrecht und ist den deutschen und europäischen Gesetzestexten zum Kartellrecht fremd. Das deutsche Aktienrecht definiert in § 16 Abs. 1 AktG eine Mehrheitsbeteiligung als eine Situation, in der ein anderes Unternehmen die Mehrheit der Anteile oder die Mehrheit der Stimmrechte an dem in Rede stehenden Unternehmen hält. Im Umkehrschluss versteht

es unter einer Minderheitsbeteiligung eine Beteiligung, die weder die Mehrheit der Anteile noch die Mehrheit der Stimmrechte umfasst.<sup>13</sup>

In der kartellrechtlichen Literatur bestehen über den aktienrechtlichen Begriff hinaus verschiedene Ansätze zur Abgrenzung von Mehrheits- und Minderheitsbeteiligung. Anders als beim aktienrechtlichen Begriff wird teilweise vertreten, dass eine Mehrheitsbeteiligung nur vorliege, wenn das Beteiligungsunternehmen sowohl die Mehrheit der Anteile als auch die Mehrheit der Stimmrechte hält.<sup>14</sup> Teilweise wird für die Abgrenzung auch ausschließlich auf die Stimmrechte<sup>15</sup> oder ausschließlich auf die Anteile<sup>16</sup> abgestellt. Diese Uneinigkeit dürfte zumindest teilweise darauf zurückzuführen sein, dass die Gesetzgeber und Wettbewerbsbehörden verschiedener Jurisdiktionen unterschiedliche Ansätze verfolgen, von denen sie eine wettbewerbliche Prüfung eines Teilerwerbs von Unternehmen abhängig machen.<sup>17</sup> Gerade mit Blick auf § 37 Abs. 1 Nr. 3 GWB, der den kartellrechtlichen Zusammenschlusstatbestand von der Überschreitung der 50 Prozent- bzw. 25 Prozent-Schwellen entweder durch Kapital, also Anteile, oder durch Stimmrechte abhängig macht, ist es überzeugend, sich auch im Kartellrecht dem aktienrechtlichen Begriff anzuschließen. Von einer Minderheitsbeteiligung wird demnach im Folgenden gesprochen, wenn das Beteiligungsunternehmen weder die Mehrheit der Anteile noch die Mehrheit der Stimmrechte am Zielunternehmen hält.

## II. Arten von Minderheitsbeteiligungen

Minderheitsbeteiligungen kommen im Wirtschaftsleben in unterschiedlichen Ausprägungen vor. Das liegt in erster Linie an den vielfältigen Gründen für Unternehmen, eine Minderheitsbeteiligung an einem anderen Unternehmen zu erwerben. Es können strategische Ziele im Vordergrund

---

13 Vgl. zur Alternativität von Anteilen und Stimmrechten als Voraussetzung für die Mehrheitsbeteiligung mit der Konsequenz, dass es auch zwei Mehrheitsbeteiligungen geben kann *Grigoleit* in: Grigoleit, Aktiengesetz Kommentar, 2020, § 16 AktG Rn. 8.

14 *OECD*, Antitrust Issues Involving Minority Shareholding and Interlocking Directorates, 2008, S. 9; *Kühn*, Nicht kontrollierende Minderheitsbeteiligungen in der EU-Fusionskontrolle, 2017, S. 33.

15 *Europäische Kommission*, Annex to the Commission Staff Working Document Towards More Effective EU Merger Control, 2013, Rn. 19.

16 *Gräfer*, Die Erfassung von Minderheitsbeteiligungen, 2004, S. 33.

17 Vgl. *Europäische Kommission*, Annex to the Commission Staff Working Document Towards More Effective EU Merger Control, 2013, Fn. 13.

stehen. Darunter fallen insbesondere das Etablieren und Vertiefen einer Geschäftsbeziehung oder die Finanzierung und Nutzung gemeinsamer Aktivitäten wie Forschung und Entwicklung. Die Unternehmensführung kann auch motiviert sein, die Kosten und Risiken zu diversifizieren oder zu verteilen.<sup>18</sup> Häufig werden Minderheitsbeteiligungen aber auch nur als Investment getätigt.

Aus wettbewerbsrechtlicher Sicht ist der Einfluss, den die Minderheitsbeteiligung auf das Zielunternehmen vermittelt, von entscheidender Bedeutung. Während bei Mehrheitsbeteiligungen immer von Kontrolle aus gegangen werden muss, unterscheidet sich der Einfluss bei Minderheitsbeteiligungen je nach Ausprägung erheblich. Er kann von Kontrolle bis zu keinerlei Einflussmöglichkeiten reichen. Minderheitsbeteiligungen können daher anhand des Parameters Einfluss auf einer Stufenleiter grob in drei Kategorien eingeteilt werden.<sup>19</sup>

## 1. Kontrollierende Minderheitsbeteiligungen

Auf der obersten Stufe stehen die kontrollierenden Minderheitsbeteiligungen. Das Beteiligungsunternehmen hält in diesem Fall zwar weder eine Mehrheit der Anteile noch eine Mehrheit der Stimmrechte, es kann aber das strategische Geschäftsverhalten des Zielunternehmens durch die Minderheitsbeteiligung rechtlich oder tatsächlich dauerhaft entscheidend beherrschen. Die Konstellation unterscheidet sich also letztendlich nicht von der einer Mehrheitsbeteiligung.

Die Kontrolle kann dabei entweder direkt aus der Beteiligung oder aus zusätzlichen Umständen erwachsen. Direkt aus der Beteiligung entsteht dauerhafte Kontrolle vor allem in zwei Fällen. Zum einen ergibt sich eine dauerhafte Beherrschung, wenn sich viele Anteile des Zielunternehmens im Streubesitz befinden und viele der Streubesitz-Anteilseigner regelmäßig nicht an der Hauptversammlung teilnehmen. Dann verleiht die Minderheitsbeteiligung dem Beteiligungsunternehmen eine stabile und dauerhafte Hauptversammlungsmehrheit.<sup>20</sup> Außerdem kann es bei Aktiengesellschaften durch eine Aufteilung des Grundkapitals in Stamm- und Vorzugsaktien

18 Vgl. *OECD, Antitrust Issues Involving Minority Shareholding and Interlocking Directorates*, 2008, S. 21f.

19 *Pini*, 23 European Business Law Review 2012, 575, 575 f.; *Kühn*, Nicht kontrollierende Minderheitsbeteiligungen in der EU-Fusionskontrolle, 2017, S. 34.

20 *Pini*, 23 European Business Law Review 2012, 575, 576, 583.

schon mit einem geringeren Anteil am Grundkapital zu einer solchen stabilen und dauerhaften Mehrheit auf der Hauptversammlung kommen. Vorzugsaktien ohne Stimmrecht gewähren dem Aktionär – wie der Name vermuten lässt – kein Stimmrecht (§ 140 Abs. 1 AktG) und dürfen bis zu 50 Prozent des Grundkapitals der Gesellschaft ausmachen (§ 139 Abs. 2 AktG). Erwirbt das Beteiligungsunternehmen mit seiner Minderheitsbeteiligung am Grundkapital der Aktiengesellschaft bereits eine so große Zahl an Stammaktien, dass es die Mehrheit der Stimmrechte hält und das Zielunternehmen somit kontrollieren kann, liegt nach der aktienrechtlichen Definition, die sich entweder an Anteilen oder an Stimmrechten orientiert, schon eine Mehrheitsbeteiligung (nach Stimmrechten) vor.

Zum anderen können die Satzung des Zielunternehmens oder das Gesellschaftsrecht mit der Minderheitsbeteiligung bestimmte Rechte verknüpfen, die eine Kontrolle ermöglichen.<sup>21</sup> Darunter fallen Sperr- oder Vetorechte, die dem Beteiligungsunternehmen eine negative Kontrolle über das Zielunternehmen gewähren, aber auch Rechte, die eine Besetzung des Managements des Zielunternehmens und so eine aktive Einwirkung auf dessen Geschäftstätigkeit erlauben.<sup>22</sup>

Darüber hinaus gibt es Fälle eher theoretischer Natur, in denen ein Minderheitsbeteiligter das Zielunternehmen kontrolliert, die Kontrolle aber nicht direkt aus der Minderheitsbeteiligung selbst erwächst. So kann das Beteiligungsunternehmen zum Beispiel mit dem Zielunternehmen einen Beherrschungsvertrag geschlossen haben oder aus außerhalb seiner Kapitalbeteiligung liegenden Gründen eine Mehrheit im Geschäftsführungs- oder Aufsichtsgremium haben.<sup>23</sup>

Kontrollierende Minderheitsbeteiligungen kommen in der Praxis vor. Sie fallen jedoch regelmäßig unproblematisch in den Anwendungsbereich der europäischen und deutschen Fusionskontrolle, weshalb sie in der vorliegenden Arbeit keine Rolle spielen.

---

21 Bei Aktiengesellschaften ist allerdings § 23 Abs. 5 AktG zu beachten.

22 Vgl. *Pini*, 23 European Business Law Review 2012, 575, 582 ff.; *Kühn*, Nicht kontrollierende Minderheitsbeteiligungen in der EU-Fusionskontrolle, 2017, S. 35.

23 Vgl. *Kühn*, Nicht kontrollierende Minderheitsbeteiligungen in der EU-Fusionskontrolle, 2017, S. 34 f.

## 2. Nichtkontrollierende aktive Minderheitsbeteiligungen

Unterhalb der Schwelle des kontrollierenden Einflusses beginnt die zweite Kategorie, deren Beteiligungen als nichtkontrollierende aktive Minderheitsbeteiligungen bezeichnet werden können.<sup>24</sup> Das Beteiligungsunternehmen erwirbt in einem solchen Fall zwar durch die Minderheitsbeteiligung keine rechtliche oder tatsächliche Kontrolle über das Zielunternehmen. Jedoch sind mit der Minderheitsbeteiligung Stimm- und/oder andere Gesellschafterrechte verbunden, die einen gewissen Einfluss auf die strategischen Entscheidungen des Zielunternehmen ermöglichen, ohne deren Durchsetzung erzwingen zu können.<sup>25</sup> Trotzdem ist eine unabhängige Entscheidungsfindung über die Geschäftspolitik im Zielunternehmen gefährdet.<sup>26</sup>

Nichtkontrollierende aktive Minderheitsbeteiligungen stellen in der Praxis den Normalfall einer Minderheitsbeteiligung dar.<sup>27</sup> Die Kategorie ist aber aufgrund der Vielzahl an Gestaltungsmöglichkeiten sehr weit zu verstehen. Der Einfluss des Beteiligungsunternehmens kann sich hier von einem fast kontrollierenden Einfluss bis zu einem marginalen Einfluss auf das Zielunternehmen bewegen.

## 3. Nichtkontrollierende passive Minderheitsbeteiligungen

Beteiligungen, die keinen Einfluss auf die strategischen Entscheidungen im Zielunternehmen und keinen Zugang zu wettbewerblich sensiblen Informationen ermöglichen, können als nichtkontrollierende passive Minderheitsbeteiligungen bezeichnet werden.<sup>28</sup> Das Beteiligungsunternehmen hält in diesem Fall eine reine Kapitalbeteiligung ohne Stimmrechte und sonstige Gesellschafterrechte. Durch die Kapitalbeteiligung wird es aber am Gewinn

---

24 Vgl. *Pini*, 23 European Business Law Review 2012, 575, 576, 586; *Kühn*, Nicht kontrollierende Minderheitsbeteiligungen in der EU-Fusionskontrolle, 2017, S. 35; *Europäische Kommission*, Weissbuch: Eine wirksamere EU-Fusionskontrolle, 2014, Rn. 29.

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

26 Vgl. *Gräfer*, Die Erfassung von Minderheitsbeteiligungen, 2004, S. 33; *Immenga* in: *FS Benisch*, 1989, S. 329.

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

28 Vgl. *Pini*, 23 European Business Law Review 2012, 575, 576, 592; *Kühn*, Nicht kontrollierende Minderheitsbeteiligungen in der EU-Fusionskontrolle, 2017, S. 36; *Europäische Kommission*, Weissbuch: Eine wirksamere EU-Fusionskontrolle, 2014, Rn. 29.

des Zielunternehmens beteiligt, weshalb die Beteiligung ausschließlich finanziell motiviert sein dürfte.<sup>29</sup>

In der Praxis werden Minderheitsbeteiligungen dieser Kategorie zum Beispiel mittels stimmrechtsloser Vorzugsaktien oder eines verbindlichen Verzichts auf eigentlich bestehende Stimmrechte umgesetzt.<sup>30</sup> Richtigerweise müssen außerdem solche Minderheitsbeteiligungen zu dieser Gruppe gezählt werden, deren Kapitalbeteiligungen so gering sind, dass sie trotz vorhandener Stimmrechte niemals einen spürbaren Einfluss auf die strategischen Entscheidungen im Unternehmen bewirken können.<sup>31</sup> Andernfalls müssten insbesondere im Rahmen der Betrachtung börsennotierter Unternehmen eine immense Anzahl an Beteiligungen von Kleinaktionären als aktive Minderheitsbeteiligungen eingestuft werden, obwohl von diesen kein Einfluss auf das gehaltene Unternehmen ausgeht.

### III. Arten von Horizontalverflechtungen über Minderheitsbeteiligungen

Minderheitsbeteiligungen aller oben erläuterten Arten kommen in der Wirtschaft häufig vor und lassen einzelne Verbindungen oder gar ganze Netze von Verbindungen zwischen Unternehmen entstehen. Aus diesem Grund ist die Untersuchung der Kapitalverflechtungen auch Teil der alle zwei Jahre erscheinenden Hauptgutachten der Monopolkommission, in denen sie den Stand und die Entwicklung der aggregierten Unternehmenskonzentration in Deutschland bewertet. Aufgrund der großen Anzahl an Minderheitsbeteiligungen entsteht ein ganzes Netzwerk an Verbindungen zwischen den Unternehmen. Zentrale Positionen, also mehrfache Beteiligungen, halten in Deutschland Banken und Versicherungen, insbesondere die Deutsche Bank und die Allianz.<sup>32</sup>

Bei der nachfolgenden Betrachtung der sich aus Minderheitsbeteiligungen ergebenden Marktstrukturen können kontrollierende Minderheitsbeteiligungen ausgenommen werden. Sie sind so stark, dass es zu einer neuen Zuordnung der marktrelevanten unternehmerischen Ressourcen kommt.<sup>33</sup>

---

29 Vgl. *Gilo*, 3 Issues in Competition Law and Policy 2008, 1637, 1637.

30 *Kühn*, Nicht kontrollierende Minderheitsbeteiligungen in der EU-Fusionskontrolle, 2017, S. 36.

31 Vgl. auch *O'Brien/Salop*, 67 Antitrust Law Journal 2000, 559, 577.

32 *Monopolkommission*, XXIII. Hauptgutachten, 2020, Rn. 212.

33 Vgl. *Käseberg* in: *Bunte*, Kartellrecht - Kommentar, 2021, Art. 3 FKVO Rn. 53 ff.

Daher werden sie als Zusammenschlüsse behandelt und unterfallen ohne hin der wettbewerblichen Überprüfung im Rahmen der Fusionskontrolle.

Das gilt jedoch (zumindest im europäischen Recht) nicht für die schwächeren Verbindungen durch nichtkontrollierende (sowohl aktive als auch passive) Minderheitsbeteiligungen, obwohl seit Jahrzehnten sowohl international, aber auch in Deutschland über potenzielle negative Auswirkungen solcher Verbindungen auf den Wettbewerb diskutiert wird.<sup>34</sup> Besonders im Fokus stehen dabei nichtkontrollierende Minderheitsbeteiligungen, die Verbindungen zwischen Unternehmen schaffen, welche in einem horizontalen Wettbewerbsverhältnis zueinander stehen. Solche Verbindungen werden in Anlehnung an die Monopolkommission im Folgenden als Horizontalverflechtungen bezeichnet.<sup>35</sup> Horizontalverflechtungen über Minderheitsbeteiligungen können sowohl direkter als auch indirekter Natur sein.

## 1. Direkte Horizontalverflechtung

Eine direkte Horizontalverflechtung entsteht, wenn ein Unternehmen eine direkte Beteiligung an einem konkurrierenden Unternehmen erwirbt. Die Beteiligungen können dabei einseitig oder wechselseitig ausgestaltet sein (siehe Abbildung 1). In der englischsprachigen Literatur wird diese Konstellation als „*Cross Ownership*“, „*Cross-Holdings*“, „*Partial Ownership*“ oder „*Structural Link*“ bezeichnet.<sup>36</sup>

Direkte Horizontalverflechtungen bilden den Ausgangspunkt der Forschung zu Verflechtungen über Minderheitsbeteiligungen. Sie werden in der ökonomischen und rechtlichen Literatur schon seit vielen Jahren diskutiert. Die ersten wichtigen Veröffentlichungen datieren bis in die 1980er Jahre zurück.<sup>37</sup> Einen vorläufigen Höhepunkt erreichte das Thema in Europa mit dem „Weissbuch: Eine wirksamere EU-Fusionskontrolle“ der Europäischen Kommission aus dem Jahr 2014. Darin sprach sich die Europäische Kommission für eine Einbeziehung nichtkontrollierender Minderheitsbe-

34 Siehe z. B. *Reynolds/Snapp*, 4 International Journal of Industrial Organization 1986, 141 ff; *Immenga* in: FS Benisch, 1989, S. 327 ff.

35 *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, S. 179.

36 *OECD*, Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition, 2017, Rn. 17.

37 Siehe z. B. *Reynolds/Snapp*, 4 International Journal of Industrial Organization 1986, 141 ff; *Flath*, 9 International Journal of Industrial Organization 1991, 573 ff; *O'Brien/Salop*, 67 Antitrust Law Journal 2000, 559 ff.

teiligungen in die EU-Fusionskontrolle aus und schlug eine konkrete Ausgestaltung der Aufgreifschwellen vor.<sup>38</sup> Danach scheinen Minderheitsbeteiligungen aber bei der Europäischen Kommission und dem europäischen Gesetzgeber aus dem Blickfeld geraten zu sein. Bis heute sind nichtkontrollierende Minderheitsbeteiligungen nicht von der EU-Fusionskontrolle erfasst und der Europäischen Kommission bei der Kontrolle damit die Hände gebunden.

## 2. Indirekte Horizontalverflechtung

Der Untersuchungsgegenstand dieser Arbeit ist eine andere Form der Horizontalverflechtung, nämlich die indirekte Horizontalverflechtung über Minderheitsbeteiligungen. Dabei handelt es sich um eine Eigentümerkonstellation, bei der ein branchenfremder Anteilseigner an mehreren Unternehmen beteiligt ist, die in einem horizontalen Wettbewerbsverhältnis zueinanderstehen.<sup>39</sup> Die Beteiligungen bilden eine Verbindung zwischen den Wettbewerbern, die keiner direkten, sondern indirekter Natur über den gemeinsamen Anteilseigner ist (siehe Abbildung 2). Im englischen Sprachraum wird diese Eigentümerkonstellation von der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) und einem Großteil der Literatur als *Common Ownership* bezeichnet.<sup>40</sup> Es sind aber

---

38 *Europäische Kommission*, Weissbuch: Eine wirksamere EU-Fusionskontrolle, 2014, S. 13-17.

39 *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, S. 178 f.

40 *OECD*, Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition, 2017, Rn. 17.

ausch die Bezeichnungen „*Institutional Cross-Holdings*“, „*Institutional Ownership*“ und „*Overlapping Ownership/ Owners*“ geläufig.<sup>41</sup>

Abbildung 1: Einseitige und wechselseitige direkte Horizontalverflechtung<sup>42</sup>

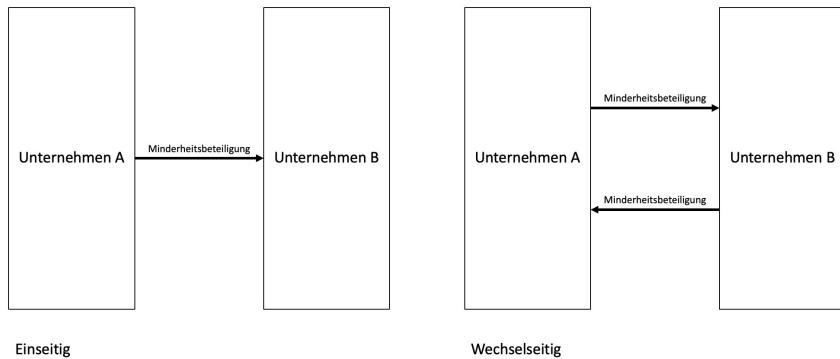
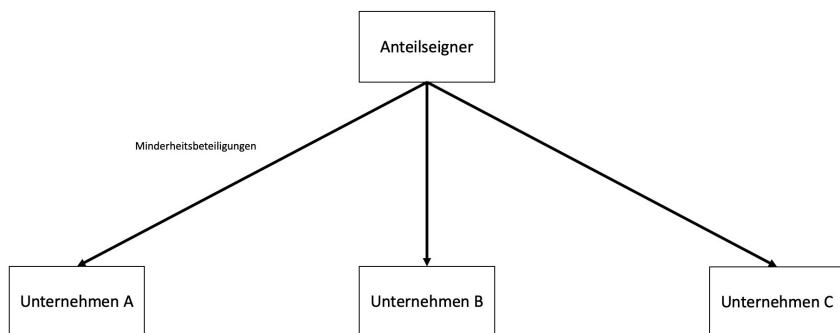


Abbildung 2: Indirekte Horizontalverflechtung<sup>43</sup>



41 OECD, Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition, 2017, Rn. 17.

42 Eigene Darstellung in Anlehnung an OECD, Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition, 2017, S. 9.

43 Eigene Darstellung in Anlehnung an OECD, Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition, 2017, S. 9.

## B. Ursachen für indirekte Horizontalverflechtungen

Direkten Horizontalverflechtungen liegen in den meisten Fällen konkrete strategische Ziele der Unternehmen zugrunde. Indirekte Horizontalverflechtungen ergeben sich dagegen zumeist aus Investitionsentscheidungen. Wie Kapital angelegt wird, richtet sich stark nach der allgemeinen Entwicklung auf den Finanzmärkten. Es lassen sich drei miteinander zusammenhängende Entwicklungen erkennen, die ursächlich für eine Zunahme indirekter Horizontalverflechtungen sind.

Erstens verwalteten institutionelle Investoren ein immer größer werden des Vermögen, wodurch Kapital bei einzelnen großen Investoren gebündelt wird (dazu I.). Zweitens wird das eingesammelte Kapital mittlerweile hauptsächlich in Aktien angelegt. Institutionelle Investoren bauen dadurch gewichtige Unternehmensbeteiligungen auf (dazu II.). Drittens führt die Diversifikation, die ein zentrales Element der Anlagestrategien in der Vermögensverwaltung darstellt, zu Verflechtungen der Portfoliounternehmen über den institutionellen Investor (dazu III.).<sup>44</sup>

### I. Aufstieg institutioneller Investoren

Institutionelle Investoren erfuhren und erfahren einen erheblichen Kapitalzufluss. Der Begriff des institutionellen Investors ist nicht einheitlich definiert und in seiner Reichweite umstritten.<sup>45</sup> Für die Betrachtung der Zahlen an dieser Stelle ist aber eine vereinfachte Definition ausreichend, wie sie auch von der Monopolkommission verwendet wird. Demnach sind institutionelle Investoren „spezialisierte Finanzinstitutionen, die Kapital von einer Vielzahl von Anlegern in deren Auftrag gebündelt anlegen und dabei das Ziel der Renditemaximierung bei vertretbarem Risiko verfolgen.“<sup>46</sup> Darunter fallen insbesondere Investmentfonds, Pensionsfonds und Versicherungen, aber grundsätzlich auch Staatsfonds und Banken.

---

<sup>44</sup> Vgl. für zwei der drei ursächlichen Entwicklungen (Aufstieg institutioneller Investoren und Anlagestrategie) auch Seitz, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 24.

<sup>45</sup> Siehe für eine genaue Darstellung der verschiedenen Ansätze zur Definition des Begriffes des institutionellen Investors Viertes Kapitel B. II. 2.

<sup>46</sup> Monopolkommission, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 416.

## 1. Zahlen

In absoluten Zahlen stieg das weltweit von diesen Institutionen verwaltete Vermögen von 30,7 Bio. USD im Jahr 2003 auf 88,7 Bio. USD im Jahr 2019.<sup>47</sup> Andere Quellen schätzen das verwaltete Vermögen noch höher (bereits 85 Bio. USD im Jahr 2016).<sup>48</sup> Der Anstieg auf einzelstaatlicher Ebene ist durch die *OECD* gut dokumentiert. Die internationale Organisation erfasst das in ihren Mitgliedstaaten von institutionellen Investoren<sup>49</sup> verwaltete Vermögen schon seit vielen Jahren. In Deutschland stieg das Anlagevermögen im Zeitraum von 1995 bis 2007 um den Faktor 2,5 von 0,97 Bio. USD auf 2,42 Bio. USD.<sup>50</sup> Im selben Zeitraum wurde in den USA eine ähnliche Zunahme von 11,22 Bio. USD auf 24,22 Bio. USD verzeichnet.<sup>51</sup> Im Jahr 2008 fiel das verwaltete Vermögen aufgrund des starken Wertverfalls vieler Anlageklassen im Zuge der weltweiten Finanzkrise unter die Werte von 2007 zurück und erreichte sein ehemaliges Volumen erst in den Jahren 2009/2010 erneut.<sup>52</sup> Seitdem ist jedoch ein anhaltender Aufwärtstrend zu erkennen. In der jüngsten Statistik, die die Jahre 2011 bis 2018 abdeckt, stieg das verwaltete Vermögen in Deutschland von 2,99 Bio. EUR<sup>53</sup> auf 4,66 Bio. EUR<sup>54</sup>, in den USA von 37,53 Bio. USD<sup>55</sup> auf 54,54 Bio. USD<sup>56</sup>. Es nahm

---

47 *Boston Consulting Group*, Global Asset Management 2020: Protect, Adapt, and Innovate, 2020, S. 5.

48 *PWC*, Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change, 2017, S. 4.

49 Die *OECD* erfasst in ihren „Institutional Investor Statistics“ nur Investmentfonds, Pensionsfonds und Versicherungen. Banken werden nicht berücksichtigt.

50 *Gonnard/Kim/Ynesta*, *OECD Journal: Financial Market Trends* 2008/2, 299, 303.

51 *Gonnard/Kim/Ynesta*, *OECD Journal: Financial Market Trends* 2008/2, 299, 303.

52 Vgl. z. B. für Deutschland die Spalten 2007-2010 in *OECD*, *Institutional Investors Statistics* 2015, 2015, S. 62 ff.

53 *OECD*, *Institutional Investors Statistics* 2019, 2019, S. 60 ff. Die Zahl ergibt sich aus der Summe der „Financial assets“ der Investmentfonds (S. 60) und der „Financial assets“ der Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds (S. 62) für das Jahr 2011.

54 *OECD*, *Institutional Investors Statistics* 2019, 2019, S. 59. Die Zahl ergibt sich aus der Summe der „Financial assets“ der Investmentfonds und der „Financial assets“ der Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds.

55 *OECD*, *Institutional Investors Statistics* 2019, 2019, S. 174 ff. Die Zahl ergibt sich aus der Summe der „Financial assets“ der Investmentfonds (S. 174) und der „Financial assets“ der Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds (S. 176) für das Jahr 2011.

56 *OECD*, *Institutional Investors Statistics* 2019, 2019, S. 173. Die Zahl ergibt sich aus der Summe der „Financial assets“ der Investmentfonds und der „Financial assets“ der Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds.

also in diesen acht Jahren in beiden betrachteten Staaten noch einmal um etwa 50 Prozent zu.

So beeindruckend die absoluten Zahlen auch sind, aussagekräftiger ist eine relative Betrachtung des Anlagevolumens am Bruttoinlandsprodukt (BIP) einzelner Staaten. Dadurch lässt sich zumindest annäherungsweise der Vermögenszufluss an die institutionellen Investoren darstellen, weil die Bedeutung des Wertzuwachses durch die erzielten Renditen aufgrund des Vergleichs mit dem ebenfalls zunehmenden BIP abgemildert wird. Betrachtet man zunächst wieder den Zeitraum von 1995 bis 2007, lässt sich in Deutschland ein Anstieg von 56,4 Prozent auf 117,3 Prozent des deutschen BIP und in den USA von 140,8 Prozent auf 211,2 Prozent des US-amerikanischen BIP feststellen.<sup>57</sup> In der jüngsten Statistik von 2011 bis 2018 stieg das Anlagevolumen gemessen am BIP in Deutschland von 111,0 Prozent auf 139,3 Prozent des deutschen BIP und in den USA von 241,4 Prozent auf 265,0 Prozent des US-amerikanischen BIP.<sup>58</sup> Es ist somit ein klarer Trend zu einer weiteren Zunahme des von institutionellen Investoren verwalteten Vermögens zu erkennen, auch wenn der Anstieg sich insgesamt milder gestaltet als die absoluten Zahlen dies suggerieren. Allerdings muss auch beachtet werden, dass die Zahlen von 2018 täuschen, weil insbesondere die Anlageklasse der Aktien durch den starken Rücksetzer am Aktienmarkt in diesem Jahr deutlich an Wert verlor. 2017 lag das Anlagevolumen für Deutschland bei 143,2 Prozent und für die USA bei 285,5 Prozent des jeweiligen BIP.<sup>59</sup>

Auch andere Statistiken belegen die hohen Vermögenszuflüsse an institutionelle Investoren. Im historischen Mittel lagen sie zwischen einem und zwei Prozent des gesamten zu Beginn des jeweiligen Jahres verwalteten Vermögens. Insgesamt scheinen aber auch die prozentualen Zuflüsse zuzunehmen. Die Jahre 2017 und 2019 stechen mit 3,1 Prozent bzw. 3,4 Prozent Vermögenszufluss deutlich hervor.<sup>60</sup>

---

57 Gonnard/Kim/Ynesta, OECD Journal: Financial Market Trends 2008/2, 299, 302.

58 OECD, Institutional Investors Statistics 2019, 2019, S. 10 ff. Die Zahlen ergeben sich aus der Summe der „Financial assets“ der Investmentfonds (S. 10), der Versicherungsunternehmen (S. 11) und der Pensionsfonds (S. 12).

59 OECD, Institutional Investors Statistics 2019, 2019, S. 10 ff. Die Zahlen ergeben sich aus der Summe der „Financial assets“ der Investmentfonds (S. 10), der Versicherungsunternehmen (S. 11) und der Pensionsfonds (S. 12).

60 Boston Consulting Group, Global Asset Management 2020: Protect, Adapt, and Innovate, 2020, S. 5 f.

## 2. Gründe

Die Gründe für das Wachstum des von institutionellen Investoren verwalteten Vermögens in den letzten Jahrzehnten sind vielfältig. Insgesamt ist eine generelle Institutionalisierung der Finanzverwaltung zu erkennen. Ein Großteil des so verwalteten Vermögens stammt aus privaten Haushalten, die die Kapitalanlage aus Risiko- und Kostengründen häufig spezialisierten Unternehmen überlassen. Institutionelle Investoren schaffen ein Angebot zu breitgefächerten Investments auf den Finanzmärkten, die sich einzelnen Haushalten ohne erhebliches Vermögen andernfalls nicht ergeben würden. Auf diese Weise können einzelne Haushalte von Diversifikation, Liquidität zur Umschichtung, einer durch die Institution ausgeführten Kontrolle über die Beteiligungen sowie neuen technologischen Entwicklungen profitieren. Gleichzeitig steigt aufgrund der zunehmenden Privatisierung der Altersvorsorge und des allgemein steigenden Wohlstands die Nachfrage nach solchen Dienstleistungen.<sup>61</sup> Eine zunehmende Deregulierung und das jahrelange Niedrigzinsumfeld der Zentralbanken bis 2022 verstärkten die Entwicklung.<sup>62</sup>

Zwar ist zu erwarten, dass die steigenden Zinsen der Zentralbanken abschwächend auf den Anstieg des Anlagevolumens (zumindest in Aktien) wirken. Da aber die anderen Gründe fortbestehen, ist auch in den nächsten Jahren von einer weiteren Zunahme des Anlagevolumens bei institutionellen Investoren auszugehen.

## II. Aufstieg von Aktien zur wichtigsten Anlageklasse

Institutionelle Investoren legen das ihnen anvertraute Vermögen in verschiedenen Anlageklassen an. Setzen sie dabei auf Aktien, entstehen indirekte Horizontalverflechtungen zwischen börsennotierten Unternehmen. Aktien stellen die wichtigste Anlageklasse institutioneller Investoren dar und ihr Anteil am investierten Vermögen steigt beständig.

Die *OECD* unterscheidet in ihren Statistiken Bargeld und Einlagen („*currency and deposits*“), Schuldverschreibungen („*debt securities*“), Kredite („*loans*“), Aktien und Investmentfondsanteile („*equity and investment fund shares*“) und drei weitere Anlageklassen, die aber wegen ihrer unterge-

---

61 Vgl. Davies/Steil, Institutional Investors, 2001, S. 29 ff., 50.

62 Monopolkommission, XXII. Hauptgutachten, 2018, S. 178 Fn. 164.

ordneten Bedeutung für das verwaltete Vermögen hier zusammengefasst werden.<sup>63</sup> Im Jahr 1997 lösten Aktien und Investmentfondsanteile Schuldverschreibungen in den OECD-Ländern als wichtigste Anlageklasse ab.<sup>64</sup> Seitdem steigt ihr Anteil an dem von institutionellen Investoren verwalteten Vermögen stetig an. Die einzigen Gegenbewegungen waren nur kurzzeitig wurden durch starke Einbrüche an den Aktienmärkten, insbesondere dem Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000 und der globalen Finanzkrise im Jahr 2007, verursacht.<sup>65</sup> In den aktuellsten Zahlen für den Zeitraum von 2011 bis 2018 ist ihr Anteil am angelegten Vermögen in Deutschland bei Investmentfonds von 34,2 auf 43,4 Prozent (2017: 45,2 Prozent), bei Versicherungsunternehmen von 34,9 auf 42,7 Prozent (2017: 43,1 Prozent) und bei Pensionsfonds von 43,5 auf 68,3 Prozent (2017: 67,4 Prozent) gestiegen.<sup>66</sup> In den USA, wo institutionelle Investoren das mit Abstand größte Vermögen verwalteten, sind die Zahlen ähnlich. Dort stieg der Anteil im gleichen Zeitraum bei Investmentfonds von 47,6 auf 56,1 Prozent (2017: 59,1 Prozent), bei Versicherungsunternehmen von 25,6 auf 26,3 Prozent (2017: 28,6 Prozent) und bei Pensionsfonds von 38,6 auf 41,8 Prozent (2017: 45,7 Prozent).<sup>67</sup> Die Zahlen für 2017 sind zur Verdeutlichung der Entwicklung angeführt, da 2018 das einzige Jahr in der Statistik zum letzten Jahrzehnt war, indem der Anteil an Aktien und Investmentfondsanteilen am verwalteten Vermögen zurückgegangen ist. Zurückzuführen ist dies auf stark gefallene Aktienkurse im Jahr 2018.

Im Übrigen liegt auch hier die Annahme nahe, dass das jahrelange Niedrigzinsumfeld der Zentralbanken, das schon einer der Gründe für das steigende Anlagevermögen bei institutionellen Investoren ist, außerdem zu einer verstärkten Anlage des von institutionellen Investoren verwalteten Vermögens in Aktien führte, da sich mit den meisten anderen Anlageklassen während dieser Zeit nur geringe Renditen erzielen ließen.

---

63 Siehe die ausführlichen Definitionen bei *OECD, Guidelines for the OECD questionnaire on Institutional Investors' Assets and Liabilities (Table 7II)*, 2016, S. 12 ff.

64 *Gonnard/Kim/Ynesta*, *OECD Journal: Financial Market Trends* 2008/2, 299, 306.

65 Vgl. *Gonnard/Kim/Ynesta*, *OECD Journal: Financial Market Trends* 2008/2, 299, 306 für die Dotcom-Blase und *OECD, Institutional Investors Statistics* 2013, 2013, S. 213 für die globale Finanzkrise (am Beispiel der Zahlen für die USA).

66 *OECD, Institutional Investors Statistics* 2019, 2019, S. 63.

67 *OECD, Institutional Investors Statistics* 2019, 2019, S. 177.

### III. Diversifikation als zentrales Element der Anlagestrategien in der Vermögensverwaltung

Die Entscheidung, von welchen Unternehmen der institutionelle Investor Aktien erwirbt, richtet sich nach seiner Anlagestrategie. Diese ist also ausschlaggebend für die Verflechtungen zwischen den einzelnen Portfoliounternehmen über den jeweiligen institutionellen Investor. Ebenso wie in der betriebswirtschaftlichen Literatur keine Einigkeit über die „beste“ Anlagestrategie herrscht,<sup>68</sup> legen auch institutionelle Investoren das ihnen anvertraute Vermögen nach unterschiedlichen Strategien an. Auf einer übergeordneten Ebene lassen sich aktive und passive Anlagestrategien unterscheiden. Als ein zentrales Element all dieser Strategien in der Vermögensverwaltung ist die Diversifizierung der Anlagen auszumachen, die zu einer Vielzahl an Beteiligungen führt, und damit im Kern für die Horizontalverflechtungen verantwortlich ist.

#### 1. Aktive Anlagestrategien

Verfolgt der institutionelle Investor eine aktive Anlagestrategie, stellt ein Manager bzw. Anlageverwalter selbst das Portfolio der Unternehmensbeteiligungen zusammen, um eine möglichst hohe Rendite zu erzielen. In der Regel wird die erzielte Rendite einem Vergleichsindex gegenübergestellt, den der Anlageverwalter zu übertreffen versucht.<sup>69</sup> Aktive Anlagestrategien basieren auf dem Versuch, die zukünftige Kursentwicklung von Aktien einzuschätzen und so einen Gewinn zu erzielen.<sup>70</sup> Dabei bedient sich der Anlageverwalter zum Beispiel der Fundamentalanalyse, mittels derer er durch Betrachtung verschiedener Unternehmenskennzahlen einen aus seiner Sicht angemessen Wert für die Aktie eines Unternehmens bestimmt und diesen mit dem gegenwärtigen Wert vergleicht.<sup>71</sup>

---

<sup>68</sup> Schäfer in: Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch der Vermögensverwaltung, 2022, § 4 Rn. 2.

<sup>69</sup> Monopolkommission, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 417.

<sup>70</sup> Schäfer in: Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch der Vermögensverwaltung, 2022, § 4 Rn. 7.

<sup>71</sup> Ausführlich zu verschiedenen aktiven Anlagestrategien Schäfer in: Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch der Vermögensverwaltung, 2022, § 4 Rn. 3 ff.

## 2. Passive Anlagestrategien

Bei einer passiven Anlagestrategie trifft der Anlageverwalter keine aktiven Anlageentscheidungen für oder gegen einzelne Unternehmensbeteiligungen in seinem Portfolio, sondern er bildet einen Index nach.<sup>72</sup> Die Indizes, wie zum Beispiel der deutsche DAX 40, der US-amerikanische S&P 500 oder der europäische Euro Stoxx 50, werden von Dritten, den sog. Index-Anbietern, eingekauft. Index-Anbieter entwickeln und berechnen die Indizes laufend.

Passive Anlagestrategien gehen von der Annahme aus, dass es für einen aktiven Fondsmanager sehr schwer ist, eine bessere Rendite als der Markt zu erzielen. Diese Annahme wird mit der Effizienzmarktthese („*Efficient Market Hypothesis*“) begründet, die besagt, dass der Marktkurs einer Aktie im Regelfall bereits den „wahren“ Wert widerspiegelt oder diesem zumindest nahekommt, da bereits alle verfügbaren Informationen in den Kurs eingeflossen sind.<sup>73</sup> Mittels des „*Capital Asset Pricing Models*“ (CAPM)<sup>74</sup> lässt sich diese Annahme auch beweisen. In einer Studie wurde gezeigt, dass sich die Rendite der untersuchten aktiven Fonds, die auf das Management und nicht auf die allgemeine Marktbewegung zurückgeht, nahe null bewegt. Nach Abzug der Kosten für das Management der Fonds war diese Rendite in den meisten Fällen sogar negativ.<sup>75</sup> Die Annahme legt somit den Verzicht auf ein aktives Management nahe. Passiv kann „der Markt“ mittels eines Indexfonds abgebildet werden, wobei auch eine Risikostreuung durch eine breite Diversifikation im Sinne der „*Modern Portfolio Theory*“<sup>76</sup> erreicht werden kann.<sup>77</sup> Solche passiv gemanagte Indexfonds haben gegenüber aktiv gemanagten Fonds zwei Vorteile. Zum einen sind ihre Verwaltungskosten deutlicher niedriger, wodurch sich die Rendite für den Anleger vergrößert. Zum anderen schneiden sie, eine genaue Abbildung des Index vorausgesetzt, nicht schlechter ab als der betreffende Markt. Der

---

72 *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 417.

73 Grundlegend zur Effizienzmarktthese *Fama*, 25 *The Journal of Finance* 1970, 383 ff.

74 Erläuternd zum CAPM *Benicke*, ZGR 2004, 760, 770 ff. m.w.N.

75 *Malkiel*, 50 *The Journal of Finance* 1995, 549 ff.

76 Grundlegend zur Modern Portfolio Theory *Markowitz*, *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, 1959.

77 *Schäfer* in: *Schäfer/Sethe/Lang*, *Handbuch der Vermögensverwaltung*, 2022, § 4 Rn. 15.

Anleger erzielt die Rendite des jeweiligen Marktes, die nach Abzug der Kosten häufig über der Rendite vergleichbarer aktiver Fonds liegt.<sup>78</sup>

Teilweise werden auch Strategien verfolgt, die das aktive und passive Konzept kombinieren. Solche Strategien verwenden Marktindizes als Grundlage. Diese Indizes werden dann nach gewissen Regeln des Anlageverwalters modifiziert („aktiver“ Teil), das Portfolio aber in der Folge „passiv“ verwaltet.<sup>79</sup>

### 3. Das Konzept der Diversifikation

Unabhängig davon, ob der institutionelle Investor das ihm anvertraute Vermögen nach einer aktiven oder passiven Anlagestrategie verwaltet, diversifiziert er sein Portfolio. Grundsätzlich bedeutet Diversifikation die Aufteilung von Risiken. Im Zusammenhang der Vermögensverwaltung geschieht dies, indem verschiedene Anlagetitel vom Vermögensverwalter erworben werden, um die Abhängigkeit von der Wertentwicklung eines Anlagetitels zu verringern. Dabei kann auf verschiedenen Ebenen diversifiziert werden: zwischen Anlageklassen (z. B. Anleihen und Aktien), innerhalb derselben Anlageklasse zwischen verschiedenen Branchen (z. B. Aktien von einem Unternehmen in der Finanzbranche und einem Unternehmen der IT-Branche) und innerhalb derselben Anlageklasse und Branche zwischen Unternehmen (z. B. Aktien in der Automobilbranche von BMW, Mercedes-Benz und Volkswagen).<sup>80</sup> Ursächlich für indirekte Horizontalverflechtungen ist nur die letztgenannte Ebene der Diversifikation.

Das Konzept der Diversifikation ist schon lange bekannt und wird schon lange genutzt. Bereits *Shakespeare* ließ seinen Kaufmann Antonio in „Der Kaufmann von Venedig“ ausführen, wie dieser sein Vermögen zur Risikominimierung aufteilt:

---

<sup>78</sup> Vgl. Schäfer in: Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch der Vermögensverwaltung, 2022, § 4 Rn. 8.

<sup>79</sup> Vgl. Schäfer in: Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch der Vermögensverwaltung, 2022, § 4 Rn. 15.

<sup>80</sup> Vgl. Fabozzi, Capital Markets, 2015, S. 412 f.

*“My ventures are not in one bottom trusted,  
Nor to one place; nor is my whole estate  
Upon the fortune of this present year:  
Therefore my merchandise makes me not sad.<sup>81</sup>*

Die wissenschaftliche Begründung der positiven Auswirkung von Diversifikation auf Risiko und Rendite des Gesamtportfolios erbrachte *Markowitz* mittels statistischer Methoden im Jahr 1952.<sup>82</sup> Die von ihm entwickelte *Modern Portfolio Theory* betrachtet Risiko und Ertrag jedes einzelnen Wertpapiers und den Einfluss des jeweiligen Wertpapiers auf das Risiko-Ertrags-Verhältnis des gesamten Portfolios. Jedes Wertpapier birgt ein Risiko, jedoch sind die Risiken der Wertpapiere verschieden. Werden verschiedene Risiken in einem Portfolio kombiniert, entspricht das Risiko des Gesamtportfolios nicht dem gewichteten Durchschnittsrisiko der einzelnen Wertpapiere, sondern beträgt aufgrund des Diversifikationseffekts nur ein Bruchteil dessen.<sup>83</sup> Der erwartete Ertrag des Portfolios entspricht jedoch nach wie vor dem gewichteten Durchschnitt der einzelnen Wertpapiere.<sup>84</sup> Das liegt daran, dass sich nach dem Diversifikationseffekt ein Risiko gerade nicht realisiert, wenn sich ein anderes Risiko verwirklicht. Zum Beispiel schadet ein fallender Ölpreis ölfördernden Unternehmen, während Fluggesellschaften durch günstigeres Kerosin höhere Margen erwirtschaften können. Ein optimal diversifiziertes Portfolio enthält daher Wertpapiere, die eine geringe oder bestenfalls negative Korrelation aufweisen. Nach *Markowitz*’ *Modern Portfolio Theory* geht die Funktion der Diversifikation über die Senkung des Risikos hinaus, sie soll außerdem die erwartete Rendite für ein bestimmtes übernommenes Risiko maximieren.<sup>85</sup> Auf ihre Erkenntnisse wird bis heute bei der Ausgestaltung von Portfolios zurückgegriffen.

Aber nicht nur wirtschaftswissenschaftliche Erkenntnisse bewegen institutionelle Investoren zur Diversifizierung. Sie unterliegen auch rechtlichen Anforderungen. In der deutschen und US-amerikanischen Rechtsprechung

---

81 Erster Aufzug, erste Szene. Zitat aus *Markowitz*, 55 Financial Analysts Journal 1999, 5, 5.

82 *Markowitz*, 7 The Journal of Finance 1952, 77-91. Einen ähnlichen Ansatz verfolgte zeitgleich auch *Roy*, 20 Econometrica 1952, 431-449.

83 *Schäfer* in: *Schäfer/Seithe/Lang*, Handbuch der Vermögensverwaltung, 2022, § 4 Rn. 13.

84 *Schmidt/Terberger*, Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 1999, S. 321.

85 *Benicke*, ZGR 2004, 760, 770.

und Literatur werden diese in drei grundsätzlichen Geboten festgehalten, von denen eines das Gebot zur Diversifikation ist.<sup>86</sup> Dieses Gebot ist ohne Rückgriff auf wirtschaftswissenschaftliche Theorien vom BGH bestätigt worden.<sup>87</sup> Denn die rechtlichen Vorgaben sollen möglichst offen für neue Entwicklungen sein und keinen gegenwärtigen Erkenntnisstand festschreiben.<sup>88</sup> Der Zweck der Diversifikation wird in der deutschen Rechtsprechung vor allem in der Verringerung des Risikos und insbesondere in der Vermeidung des Risikos eines Totalverlusts gesehen.<sup>89</sup> In den USA ist hingegen in Rezeption der wirtschaftswissenschaftlichen Erkenntnisse auch der Zweck der Optimierung des Risiko-Rendite-Verhältnisses anerkannt.<sup>90</sup>

Das Konzept der Diversifikation prägt somit das Anlageverhalten von institutionellen Investoren aus ökonomischen und rechtlichen Gründen.

#### 4. Auswirkungen der Diversifikation auf die Beteiligungsstrukturen

Diversifikation führt zu den weit verflochtenen Beteiligungen institutioneller Investoren. Die potenziell problematischen indirekten Horizontalverflechtungen zwischen Wettbewerbern entstehen durch eine Diversifikation auf der dritten oben beschriebenen Ebene innerhalb derselben Anlageklasse und Branche.

Eine solche Diversifikation innerhalb einer Branche kann ein Teil der Diversifizierungsstrategie institutioneller Investoren sein, unabhängig davon, ob sie eine aktive oder passive Anlagestrategie verfolgen.<sup>91</sup> Es liegt jedoch der Gedanke nahe, dass aktiv gemanagte Fonds zunächst nicht unbedingt viele Beteiligungen in einer Branche erwerben. Durch die hohe Korrelation der Wertentwicklung von Unternehmen innerhalb derselben Branche würde eine solche Strategie der Risikominimierung der *Modern Portfolio Theory* widersprechen, solange der Fonds nicht noch viele andere Titel mit einem anderen Risikoprofil hält.

86 Benicke, ZGR 2004, 760, 761 f.; Schäfer in: Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch der Vermögensverwaltung, 2022, § 4 Rn. 23, 29. Die drei grundsätzlichen Gebote der Verwaltungstätigkeit von Vermögen sind das Verbot der Spekulation, das Gebot der Diversifikation und die Pflicht zur produktiven Verwaltung.

87 BGH, 29.3.1994, Az. XI ZR 31/93, WM 1994, 834, 836 f.

88 Benicke, ZGR 2004, 760, 762.

89 Benicke, ZGR 2004, 760, 764 f.

90 Benicke, ZGR 2004, 760, 780.

91 Vgl. Seitz, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 27.

Passiv gemanagte Indexfonds diversifizieren in den meisten Fällen deutlich weitläufiger, weil die meisten Indizes breit gefächert sind. So enthält zum Beispiel der als Grundlage für Indexfonds beliebte MSCI World-Index Aktien von mehr als 1600 verschiedenen Unternehmen.<sup>92</sup> Sind darunter mehrere Unternehmen einer Branche, so muss auch ein Indexfonds, der nach der Methode der physischen Replikation<sup>93</sup> aufgelegt ist, Aktien dieser Unternehmen erwerben. Eine weitläufige Diversifikation führt mit hoher Wahrscheinlichkeit auch zu verschiedenen Beteiligungen innerhalb einer Branche. Zunehmend werden auch Indexfonds angeboten, die sich auf eine Branche, z. B. Technologie, fokussieren und daher ausschließlich in Unternehmen dieser Branche investieren. Wie häufig Branchen vollständig oder zumindest zu großen Teilen von Indexfonds in der Realität abgedeckt werden, wird im Sechsten Kapitel am Beispiel von Indexfonds des Vermögensverwalters BlackRock ausgewertet. Insgesamt nimmt die Bedeutung passiver Anlagestrategien, die tendenziell häufiger indirekte Horizontalverflechtungen begründen, in den letzten zwei Jahrzehnten zu. Einen besonderen Aufschwung erleben sie seit der Finanzkrise ab dem Jahr 2008.<sup>94</sup>

Die extremen Verflechtungen bei den größten institutionellen Investoren entstehen aber spätestens (oder vor allem) durch das Zusammenfassen aller Beteiligungen ihrer einzelnen Fonds auf der Ebene des institutionellen Investors als deren übergeordnete Einheit. Dadurch halten sehr große institutionelle Investoren mit häufig hunderten aufgelegten Fonds Beteiligungen an nahezu allen börsennotierten Unternehmen weltweit. Dies ist völlig unabhängig davon, ob die indirekten Horizontalverflechtungen auch auf Ebene der aktiv oder passiv gemanagten Fonds bestehen. Ob die zusammenfassende Betrachtung gerechtfertigt ist, oder ob eine Betrachtung auf Ebene der einzelnen Fonds erfolgen muss, wird im Fünften Kapitel eingehend untersucht.

Letztendlich führt somit die aus Finanzmarktperspektive ökonomisch gewünschte und rechtlich auch geforderte Diversifikation zu den indirekten Horizontalverflechtungen zwischen Wettbewerbern über institutionelle Investoren. Damit besteht aus kartellrechtlicher Sicht eine potenzielle Gefahr für den Wettbewerb auf Ebene der Zielunternehmen.

---

92 MSCI World Index Factsheet, abrufbar unter <https://www.msci.com/documents/10199/149ed7bc-316e-4b4c-8ea4-43fc5bd6523> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

93 Siehe ausführlich zu den verschiedenen Methoden von Indexfonds Sechstes Kapitel B. III.

94 Fichtner/Heemskerk/Garcia-Bernardo, 19 Business and Politics 2017, 298, 299.

### *C. Ausmaß und Entwicklung indirekter Horizontalverflechtungen*

Die Auslöser indirekter Horizontalverflechtungen und die jüngste Entwicklung dieser Ursachen, insbesondere die schiere Größe des institutionell verwalteten Vermögens, geben einen ersten Hinweis auf das Ausmaß solcher Strukturen in der Wirtschaft. Wichtig ist an dieser Stelle die Erkenntnis, dass es sich bei dem Phänomen nahezu ausschließlich um strukturelle Verbindungen zwischen börsennotierten Unternehmen handelt. Wie gezeigt, werden indirekte Horizontalverflechtungen primär durch institutionelle Investoren verursacht, die ihnen anvertrautes Vermögen in Aktien von börsennotierten Unternehmen anlegen. Das konkrete Ausmaß indirekter Horizontalverflechtungen lässt sich daher anhand einer Betrachtung der Eigentümerstrukturen börsennotierter Unternehmen aufzeigen.

Passendes Datenmaterial ist aus öffentlich zugänglichen Mitteilungen aufgrund verschiedener Melde- und Publikationspflichten von börsennotierten Unternehmen und institutionellen Investoren sowie aus kommerziellen Unternehmensdatenbanken zu gewinnen. Nachfolgend werden die wichtigsten Ergebnisse von Analysen zum Verbreitungsgrad von indirekten Horizontalverflechtungen für Deutschland und die Europäische Union sowie für die USA vorgestellt.

#### I. Deutschland

Untersuchungen mit einem Schwerpunkt auf Deutschland haben Wissenschaftler der Monopolkommission und des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) vorgenommen.

##### 1. Analyse der Monopolkommission

Die Monopolkommission fertigte für ihr XXII. Hauptgutachten eine empirische Analyse an, um ein genaueres Bild des Verbreitungsgrades von indirekten Horizontalverflechtungen zwischen konkurrierenden Unternehmen in Deutschland und Europa zu erhalten.<sup>95</sup>

In einem ersten Schritt wertet sie dabei die Beteiligungen großer institutioneller Investoren nach Wirtschaftsbereichen aus, ohne die konkrete

---

<sup>95</sup> Monopolkommission, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 420.

Höhe der Beteiligung institutioneller Investoren zu bewerten. Sie greift dabei auf einzelne Wirtschaftsbereiche der Wirtschaftszweigklassifikation WZ 2008 des Statistischen Bundesamtes zurück.<sup>96</sup> Die Ergebnisse zeigen, dass große institutionelle Investoren regelmäßig mehrere Beteiligungen innerhalb eines Wirtschaftsbereichs halten. Mit besonders vielen Beteiligungen stechen dabei die großen US-amerikanischen Vermögensverwalter BlackRock, Vanguard und State Street (die *Big Three*) hervor.<sup>97</sup>

In einem zweiten Schritt löst sich die Monopolkommission von dem sehr groben Raster des Wirtschaftsbereichs und untersuchte exemplarisch einzelne Branchen, um so ein differenziertes Bild für die potenziellen Auswirkungen von indirekten Horizontalverflechtungen auf einzelne Märkte zu erhalten. Daher berücksichtigt sie bei diesem zweiten Schritt auch die Höhe der einzelnen Beteiligungen. Im Ergebnis bestätigt sich das Bild insoweit, dass in allen vier untersuchten Branchen indirekte Horizontalverflechtungen vorkommen. Die Ausprägung unterscheidet sich jedoch stark.

*Abbildung 3: Gemeinsame Investoren der größten Mineralölkonzerne<sup>98</sup>  
(Angegeben sind die gehaltenen Unternehmensanteile der fünf  
beteiligungsstärksten diversifizierten Investoren in Prozent.)*

	Total	Shell	BP	Exxon Mobile	Phillips 66
BlackRock	3,74	6,18	5,82	6,07	5,42
Vanguard	2,04	2,72	1,49	7,40	6,28
Bank of New York Mellon	0,45	15,93 [sic] <sup>99</sup>	0,16	1,25	1,35
State Street	0,86	3,47	1,63	4,93	4,41
Capital Group	2,13	7,43	1,48	0,74	0,48

<sup>96</sup> *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 421 Fn. 169. Für Details zur Klassifikation der Wirtschaftszweige siehe *Statistisches Bundesamt*, Klassifikation der Wirtschaftszweige, 2008.

<sup>97</sup> Vgl. *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, S. 443 f., Tabellen A.17 und A.18.

<sup>98</sup> Darstellung übernommen von *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 421. Die Zahlen sind das Ergebnis eigener Berechnungen der *Monopolkommission* auf Grundlage der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk und der Datenbank Nasdaq Institutional Holdings (Stand: Januar 2018).

<sup>99</sup> Die Beteiligungshöhe ist ungewöhnlich hoch und lässt sich mittels eigener Recherchen nicht verifizieren, sodass es sich möglicherweise um einen Fehler handelt.

Die fünf umsatzstärksten Mineralölkonzerne mit eigenem Tankstellennetz in Deutschland werden zu ca. 20 bis 45 Prozent von Anteilseignern gehalten, die an jedem dieser fünf Unternehmen beteiligt sind. Shell steht sogar zu fast 80 Prozent im Eigentum von Anteilseignern, die an mindestens einem der vier untersuchten Konkurrenten (also insgesamt an zwei Unternehmen der Branche) beteiligt sind.<sup>100</sup> Abbildung 3 zeigt ihre fünf größten gemeinsamen Investoren. Es handelt sich ausschließlich um institutionelle Investoren, mit teilweise großen Beteiligungsblöcken um etwa fünf Prozent.

Ein ähnliches Bild zeigt sich auch bei den großen europäischen Kommunikationsanbietern (siehe Abbildung 4). Zusammengerechnet befinden sich deutlich über 10 bis zu 20 Prozent der Anteile der verschiedenen Unternehmen im Besitz von Anteilseignern, die in alle sechs Unternehmen investiert haben.

*Abbildung 4: Gemeinsame Investoren der größten Telekommunikationsunternehmen<sup>101</sup> (Angegeben sind die gehaltenen Unternehmensanteile der sechs beteiligungsstärksten diversifizierten Investoren in Prozent.)*

	Deutsche Telekom	Telefónica	Vodafone	Orange	KPN	BT Group
BlackRock	3,29	4,87	6,08	2,54	4,75	5,11
Vanguard	1,69	1,02	2,94	1,80	1,82	2,50
Norwegen	1,58	1,43	2,32	1,88	2,72	1,61
State Street	1,23	0,98	2,72	0,61	0,36	2,04
Invesco	0,75	0,55	1,23	1,23	0,37	3,13
Capital Group	0,27	3,07	2,93	-	3,01	2,00

Die zwei übrigen exemplarisch untersuchten Branchen sind die Chemie-industrie (siehe Abbildung 5) und die Automobilindustrie (siehe Abbildung 6). Die Monopolkommission sieht in diesen beiden Branchen ein

100 Für detaillierte Ergebnisse aufbereitet in Grafiken zu solchen indirekten Horizontalverflechtungen über Teile der Branchen siehe *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 421.

101 Darstellung übernommen von *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 421. Die Zahlen sind das Ergebnis eigener Berechnungen der *Monopolkommission* auf Grundlage der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk (Stand: Januar 2018).

anderes Bild. In der Chemieindustrie ist der Anteil an indirekten Verflechtungen groß, jedoch gibt es mit Henkel ein Unternehmen, an dem diversifizierte Investoren kaum Anteile halten, weil es sich mehrheitlich in Familiensitz befindet. Insgesamt halten Investoren, die Anteilseigner aller sechs untersuchten Unternehmen sind, in der Chemiebranche zusammengerechnet zwischen 8 und 24 Prozent an diesen Unternehmen – Henkel ausgenommen (schätzungsweise zwei Prozent). Betrachtet man die Unternehmensanteile aller Investoren, die Anteile an mindestens vier der sechs Unternehmen halten, liegt dieser bei allen Unternehmen außer Henkel schon bei (teilweise deutlich) über 30 Prozent. Ob die Einordnung Henkels in die Chemiebranche für diese Betrachtung zielführend ist, scheint allerdings fraglich.<sup>102</sup> Im Hinblick auf die Produkte ist Henkel eher als Konsumgüter denn als Chemiekonzern einzuordnen. Ohne Berücksichtigung von Henkel reiht sich die Chemiebranche hinsichtlich des großen Ausmaßes indirekter Horizontalverflechtungen direkt in die oben betrachteten Branchen ein.

*Abbildung 5: Gemeinsame Investoren der größten Chemieunternehmen<sup>103</sup>  
(Angegeben sind die gehaltenen Unternehmensanteile der sechs beteiligungsstärksten diversifizierten Investoren in Prozent.)*

	DowDuPont	BASF	Bayer	Linde	Henkel	LyondellBasell
BlackRock	6,63	4,22	5,12	3,65	0,55	5,64
Vanguard	7,27	2,52	2,53	2,51	0,66	6,23
Fidelity	2,47	0,37	1,10	1,00	0,12	7,85
State Street	4,27	1,44	1,55	1,00	0,12	3,80
Capital Group	6,44	0,91	1,17	2,99	-	5,43
Norwegen	-	3,02	2,12	5,16	1,23	0,89

In der Automobilbranche kommen indirekte Verflechtungen über alle Automobilhersteller hinweg in einem deutlich geringeren Ausmaß vor. Investoren, die Anteilseigner aller sechs untersuchten Unternehmen der Branche

102 Vgl. auch *Seldeslachts/Newham/Banal-Estañol*, DIW Economic Bulletin 2017, 303, 309, die nur BASF, Bayer und Linde der deutschen Chemieindustrie zuordnen.

103 Darstellung übernommen von *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 421. Die Zahlen sind das Ergebnis eigener Berechnungen der *Monopolkommission* auf Grundlage der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk und der Datenbank Nasdaq Institutional Holdings (Stand: Januar 2018).

sind, halten lediglich zwischen unter einem und etwa zwölf Prozent der Anteile der Unternehmen. Der Grund liegt in der hohen Bedeutung von strategischen Eigentümern in dieser Branche, die lediglich an einem Unternehmen beteiligt sind. Hier betrifft dies die deutschen Automobilhersteller BMW und Volkswagen, die sich maßgeblich in Familieneigentum bzw. Staats- und Familieneigentum befinden.<sup>104</sup> Die Rolle von solchen nichtdiversifizierten Eigentümern für das Potential einer Wettbewerbsschädigung durch indirekte Horizontalverflechtungen wird im Laufe der Arbeit noch genauer untersucht. Sie geht über die Tatsache hinaus, dass diversifizierte Investoren – wie in den untersuchten Branchen – insgesamt weniger Anteile erwerben können.

*Abbildung 6: Gemeinsame Investoren der größten Automobilkonzerne<sup>105</sup>  
(Angegeben sind die gehaltenen Unternehmensanteile der sechs beteiligungsstärksten diversifizierten Investoren in Prozent.)*

	BMW	Daimler	VW	Ford	Renault	Groupe PSA
BlackRock	2,19	3,95	0,15	5,83	3,51	1,67
Vanguard	1,26	2,27	0,14	6,87	1,44	1,25
Capital Group	0,26	0,35	-	0,61	4,93	4,78
Norwegen	2,63	2,52	1,12	-	2,69	0,64
State Street	0,69	1,35	-	4,01	0,29	0,26
Dimensional Fund Advisors	0,39	0,64	-	1,02	0,66	0,71

104 Die stimmberechtigten Stammaktien der BMW AG werden mittelbar zu 48,5 Prozent von Susanne Klatten und Stefan Quandt gehalten (<https://www.bmwgroup.com/de/investor-relations/aktie.html>, zuletzt abgerufen am 7.3.2025). Die stimmberechtigten Stammaktien der Volkswagen AG werden zu 20 Prozent vom Land Niedersachsen und zu 53,3 Prozent von der Porsche Automobil Holding SE gehalten (<https://www.volksvagen-group.com/de/aktionärsstruktur-15951>, zuletzt abgerufen am 7.3.2025), deren stimmberechtigte Stammaktien wiederum mittelbar ausschließlich von Mitgliedern der Familien Porsche und Piëch gehalten werden (<https://www.porsche-se.com/investor-relations/aktie>, zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

105 Darstellung übernommen von *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 421. Die Zahlen sind das Ergebnis eigener Berechnungen der *Monopolkommission* auf Grundlage der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk und der Datenbank Nasdaq Institutional Holdings (Stand: Januar 2018).

## 2. Analyse des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung

*Seldeslachts et al.* betrachteten in ihrer Analyse für das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) indirekte Horizontalverflechtungen nicht mit Blick auf Marktteilnehmer in Deutschland, sondern nur auf deutsche börsennotierte Unternehmen.<sup>106</sup>

Zunächst untersuchen *Seldeslachts et al.* den Anteil am Gesamtwert der börsennotierten Unternehmen verschiedener Branchen, der von institutionellen Investoren gehalten wird. Die Autoren definieren den Begriff institutioneller Investor für ihre Untersuchung als einen Investor, der an mindestens vier deutschen börsennotierten Unternehmen mit mindestens einem Prozent am Unternehmenskapital beteiligt ist. Die Unternehmen müssen dabei nicht notwendigerweise aus derselben Branche stammen.<sup>107</sup> In dieser Auswertung bestätigt sich das Gesamtbild, das auch schon die Analyse der Monopolkommission ergibt. Institutionelle Investoren im Sinne von diversifizierten Investoren dominieren die Chemieindustrie mit einem Anteil von 61 Prozent am Gesamtwert der deutschen Chemieunternehmen, zu denen *Seldeslachts et al.* überzeugend Henkel nicht hinzuzählen. Auch in der Telekommunikationsbranche wird mit 24 Prozent ein großer Anteil des Gesamtkapitals der untersuchten Unternehmen von solchen Investoren gehalten. Die Automobilbranche zeigt sich hingegen auch in dieser Auswertung mit lediglich 16 Prozent als relativ gering indirekt verflochtene Branche. Die niedrigsten Werte weisen die Branchen Bau und Lebensmittel mit Werten unterhalb von zehn Prozent auf.

Aufgrund der Definition des institutionellen Investors ohne Beschränkung auf eine Branche sagt eine so vorgenommene erste Auswertung noch wenig über die konkreten Verflechtungen innerhalb einer Branche aus. Deshalb untersuchten die Autoren die Chemiebranche (als potenziell stark indirekt verflochtene Branche) und die Automobilbranche (als potenziell wenig indirekt verflochtene Branche) mittels einer Methodik, die die Intensität indirekter Horizontalverflechtungen zwischen den Unternehmen abbildet.

Dafür wird ein Wert ermittelt, der den Verflechtungsgrad innerhalb einer Branche angibt. Dieser definiert sich wie folgt:<sup>108</sup>

---

106 *Seldeslachts/Newham/Banal-Estañol*, DIW Wochenbericht 2017, 611 ff.

107 *Seldeslachts/Newham/Banal-Estañol*, DIW Wochenbericht 2017, 611, 614.

108 *Seldeslachts/Newham/Banal-Estañol*, DIW Wochenbericht 2017, 611, 619, Kasten 2.

Im Ausgangspunkt werden zwei Unternehmen der Branche und ein Investor betrachtet. Der individuelle Verflechtungsgrad zwischen den Unternehmen  $j$  und  $k$  über Investor  $i$  wird definiert als die geringste Beteiligung (Mindestverflechtungsstärke  $c_i^{j,k}$ ) des Investors in der betrachteten Dreiecksbeziehung. Hält Investor  $i$  also 5 Prozent an Unternehmen  $j$  und 10 Prozent an Unternehmen  $k$ , ergibt sich somit ein Wert für diese Verflechtung  $j$  und  $k$  über  $i$  von 5 Prozent (bzw. 0,05). Berücksichtigt werden dabei nur Investoren die mindestens 1 Prozent der Anteile an beiden Unternehmen halten. Liegt der Anteil bei einem Unternehmen unter 1 Prozent, ergibt sich eine individuelle Verflechtung über diesen Investor von 0 Prozent (bzw. 0,00). Die Autoren merken an, dass das gemeinsame Interesse durch die Heranziehung der Mindestverflechtungsstärke zwar wahrscheinlich unterschätzt würde, aber diese Methodik dafür die Berücksichtigung asymmetrischer Eigentümerinteressen erlaube.<sup>109</sup>

$$c_i^{j,k} = \min\{\alpha_i^j, \alpha_i^k\}$$

In einem zweiten Schritt wird der gesamte Verflechtungsgrad der beiden untersuchten Unternehmen  $C_{j,k}$  über alle ihre Investoren hinweg ermittelt. Dieser ist definiert als die Summe aller individuellen Verflechtungen über die verschiedenen Investoren. Haben die zwei Unternehmen  $j$  und  $k$  zwei verschiedene gemeinsame Investoren mit einer Mindestverflechtungsstärke von 5 Prozent (bzw. 0,05) und 10 Prozent (bzw. 0,1), dann ergibt sich ein Wert für  $C_{j,k}$  von 0,15.

$$C_{j,k} = \sum_i c_i^{j,k}$$

Der gesamte Verflechtungsgrad über die gesamte Branche hinweg wird in einem dritten Schritt ermittelt. Er ist definiert als der Mittelwert von  $C_{j,k}$  (der Summen aus dem zweiten Schritt) für alle möglichen Unternehmenspaarungen in der Branche.

Der ermittelte Wert für die ausgewerteten Daten aus dem Jahr 2015 liegt für die Chemieindustrie bei 0,15 und damit mehr als doppelt so hoch wie in der Automobilbranche mit einem Wert von 0,07.<sup>110</sup>

<sup>109</sup> Für detaillierte Erläuterungen zu den Vor- und Nachteilen dieser und alternativer Maße zur Messung des Verflechtungsgrads siehe Gilje/Gormley/Levit, 137 Journal of Financial Economics 2020, 152-178.

<sup>110</sup> Seldeslachts/Newham/Banal-Estañol, DIW Wochenbericht 2017, 611, 620.

### 3. Fazit

Die Studien der Monopolkommission und des DIW zeigen, dass indirekte Horizontalverflechtungen in Deutschland je nach Branche ein sehr unterschiedlich ausgeprägtes Phänomen sind und nicht die ganze Wirtschaft erfassen. Nichtsdestotrotz gibt es mehrere Branchen, allen voran die Chemieindustrie, in der indirekte Horizontalverflechtungen über diversifizierte Investoren eine große Rolle spielen. Auch Zahlen zur Aktionärsstruktur der DAX-Unternehmen zeigen, dass institutionelle Investoren, die häufig diversifiziert investieren, eine überragende Rolle unter den Aktionären einnehmen. Sie hielten im Jahr 2019 einen Anteil von 61,3 Prozent am gesamten Unternehmenskapital der damaligen DAX 30-Unternehmen.<sup>111</sup> Daraus ergibt sich für Deutschland Forschungsbedarf zu der Frage, inwiefern solche Eigentümerstrukturen eine Gefahr für den Wettbewerb darstellen können.

## II. Europäische Union

Die aufkeimende Diskussion um indirekte Horizontalverflechtungen veranlasste auch die europäischen Institutionen, die Beteiligungsstrukturen in der Wirtschaft der Europäischen Union genauer zu betrachten. Sowohl das Europäische Parlament als auch die Europäische Kommission veröffentlichten im Jahr 2020 empirische Analysen zum Ausmaß des Phänomens in der Europäischen Union.

### 1. Analyse des Europäischen Parlaments

Das Europäische Parlament gab eine Studie über indirekte Horizontalverflechtungen im EU-Banken-Sektor bei seiner Fachabteilung Wirtschaft, Wissenschaft und Lebensqualität in Auftrag.<sup>112</sup> In der Studie untersuchten *Frazzani et al.* die Eigentümerstrukturen der 25 größten börsennotierten

---

111 *DIRK/IHS Markit*, Investoren der Deutschland AG 7.0 - Who owns the German DAX?, 2020, S. 8.

112 *Frazzani/Noti/Schinkel/Seldeslachts/Banal-Estañol/Boot/Angelici*, Barriers to Competition through Common Ownership by Institutional Investors, 2020.

Banken innerhalb der Europäischen Union und der Europäischen Freihandelsassoziation (EFTA).<sup>113</sup>

Die Autoren der Analyse sind teilweise mit denen der Analyse des DIW identisch. Die Herangehensweise zur Bestimmung eines Verflechtungsgrads ist daher ähnlich. Präzise formuliert wird sie um eine zweite Methode ergänzt.

Ausgangspunkt ist erneut die individuelle Verflechtungsstärke  $c_i^{j, k}$  einer Unternehmenspaarung aus der Branche, hier den Banken  $j$  und  $k$  über den Investor  $i$ . Diese wird zum einen, wie bei der Vorstellung der Analyse des DIW beschrieben, als Mindestverflechtungsstärke ermitteln, welche als die geringere der beiden Beteiligungen definiert wird (siehe Formel (i)). Weil diese Definition der individuellen Verflechtungsstärke zwar der Asymmetrie von Beteiligungen gerecht wird, sie aber tendenziell das gemeinsame Interesse und den Einfluss durch die größere Beteiligung unterschätzt, bestimmen *Frazzani et al.* außerdem die mittlere Verflechtungsstärke zwischen den zwei Banken  $j$  und  $k$  über den Investor  $i$ . Die mittlere Verflechtungsstärke wird dabei definiert als der Mittelwert der beiden Beteiligungen (siehe Formel (ii)). Hält Investor  $i$  eine Beteiligung von 10 Prozent an Bank  $j$  und eine Beteiligung von 5 Prozent an Bank  $k$ , ergibt sich ein Wert für  $c_i^{j, k}$  von 7,5 Prozent (bzw. 0,075). Im Rahmen beider Definitionen werden nur Beteiligungen von mindestens einem Prozent berücksichtigt.

$$(i) c_i^{j, k} = \min\{\alpha_i^j, \alpha_i^k\}$$

$$(ii) c_i^{j, k} = \frac{\alpha_i^j + \alpha_i^k}{2}$$

Aus beiden Werten für die individuelle Verflechtungsstärke lässt sich analog zur DIW-Analyse der gesamte Verflechtungsgrad der untersuchten Bankenpaarung  $C_{j, k}$  als Summe der individuellen Verflechtungsstärken über jeden Investor ermitteln.

$$C_{j, k} = \sum_i c_i^{j, k}$$

Der Mittelwert aller  $C_{j, k}$  für jede mögliche Bankenpaarung der untersuchten europäischen Banken gibt den gesamten Verflechtungsgrad in der europäischen Bankenbranche wieder.<sup>114</sup>

113 *Frazzani/Noti/Schinkel/Seldeslachts/Banal-Estañol/Boot/Angelici*, Barriers to Competition through Common Ownership by Institutional Investors, 2020, S. 27.

114 *Frazzani/Noti/Schinkel/Seldeslachts/Banal-Estañol/Boot/Angelici*, Barriers to Competition through Common Ownership by Institutional Investors, 2020, S. 3 f.

Die Autoren ermittelten nach dieser Methode den gesamten Mindestverflechtungsgrad (Mittelwert aller  $C_{j,k}$  unter Zugrundelegung von  $c_i^{j,k}$  nach Variante (i)) und den gesamten Durchschnittsverflechtungsgrad (Mittelwert aller  $C_{j,k}$  unter Zugrundelegung von  $c_i^{j,k}$  nach Variante (ii)) der europäischen Banken quartalsweise zwischen 2012 und 2015. Für beide Werte ist ein stetiger Anstieg innerhalb der vier untersuchten Jahre zu erkennen. Die erreichten Endwerte im Jahr 2015 von 0,060 für den gesamten Mindestverflechtungsgrad und 0,083 für den gesamten Durchschnittsverflechtungsgrad haben sich mehr als verdoppelt.<sup>115</sup> Sie bewegen sich damit deutlich unterhalb des Wertes für den Mindestverflechtungsgrad der deutschen Chemieindustrie (0,15) ungefähr auf dem Niveau der deutschen Automobilindustrie (0,07).<sup>116</sup> Auf nationaler Ebene sind die Werte allerdings zum Teil deutlich höher. In Italien, Schweden, der Schweiz und dem Vereinigten Königreich übersteigen der gesamte Durchschnittsverflechtungsgrad zwischen den Banken den Wert von 0,15.<sup>117</sup>

## 2. Analyse der Europäischen Kommission

Umfassend untersuchte auch die Gemeinsame Forschungsstelle (Joint Research Centre = JRC) der Europäischen Kommission indirekte Horizontalverflechtungen in Europa.<sup>118</sup> Die Studie erläutert dabei zum einen das Ausmaß solcher Verflechtungen in Europa. Zum anderen enthält sie eine ökonometrische Analyse zur Korrelation zwischen indirekten Horizontalverflechtungen und höheren Margen als Ausfluss geringeren Wettbewerbs.<sup>119</sup>

In der Studie werden zunächst alle weltweit börsennotierten Unternehmen betrachtet, die innerhalb der Europäischen Union geschäftlich aktiv sind. Es werden also keine Branchen, sondern die europäische Wirtschaft als Ganzes betrachtet. 67 Prozent dieser Unternehmen, haben gemeinsame Anteilseigner, die mindestens fünf Prozent an den Unternehmen halten.<sup>120</sup>

---

115 *Frazzani/Noti/Schinkel/Seldeslachts/Banal-Estañol/Boot/Angelici*, Barriers to Competition through Common Ownership by Institutional Investors, 2020, S. 35.

116 Siehe hierzu Zweites Kapitel C. I. 2.

117 *Frazzani/Noti/Schinkel/Seldeslachts/Banal-Estañol/Boot/Angelici*, Barriers to Competition through Common Ownership by Institutional Investors, 2020, S. 35.

118 *Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo*, Common Shareholding in Europe, 2020.

119 Zu den Erkenntnissen der ökonometrischen Analyse siehe Zweites Kapitel D.

120 *Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo*, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 5.

Das Portfolio des größten gemeinsamen Anteilseigners enthält sogar ein Viertel der untersuchten Unternehmen, die zusammen 90 Prozent der Marktkapitalisierung ausmachen. Die Verflechtungen bestehen folglich insbesondere zwischen den größten in der Europäischen Union aktiven Unternehmen.<sup>121</sup> Gleichzeitig werden sie immer stärker. Der Anteil des größten Portfolios, also des größten gemeinsamen Anteilseigners, an der gesamten Marktkapitalisierung der untersuchten Unternehmen stieg im gesamten untersuchten Zeitraum kontinuierlich an. Ausgehend von ungefähr 2,3 Prozent im Jahr 2007 erreichte er fast 4 Prozent im Jahr 2016.<sup>122</sup>

Die Studie untersucht außerdem indirekte Horizontalverflechtungen in einzelnen Industriebranchen, wodurch Konkurrenzsituationen zwischen Portfoliounternehmen mit abgebildet werden. Betrachtet werden fünf Branchen: Öl und Gas, Elektrizität, Mobilfunk, Handelsplattformen und Getränke. Die Branchen wurden aufgrund der relativen Konzentration (geringe Anzahl Marktteilnehmer mit hohen Marktanteilen) und der Expertise der Europäischen Kommission über die Marktteilnehmer durch frühere Kartell- und Fusionskontrollverfahren ausgewählt. Die hohen Zahlen der wirtschaftsweiten Auswertung spiegeln sich in den Ergebnissen dieser fünf Industriebranchen wider. Die größten Portfolios gemeinsamer Anteilseigner enthalten einen signifikanten Anteil der Branchenunternehmen – in der Elektrizitäts- sowie der Öl- und Gas-Branche sogar zwischen 30 und 40 Prozent der aktiven Unternehmen. Ebenfalls bestätigt sich das Bild, dass die kleineren Unternehmen ausgespart werden. Ihr Anteil am Gesamtwert der Branchenunternehmen erreicht in allen Branchen nur etwa zehn Prozent.<sup>123</sup>

### 3. Fazit

Auch die Ergebnisse der Studien des Europäischen Parlaments und der Europäischen Kommission zeigen, dass indirekte Horizontalverflechtungen zwischen börsennotierten Unternehmen in Europa ein weit verbreitetes

---

121 Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 6.

122 Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 7.

123 Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 8 f.

Phänomen sind. Insbesondere die größten Unternehmen haben häufig gemeinsame Anteilseigner. Auch auf Ebene der einzelnen, von der Europäischen Kommission detailliert untersuchten Branchen bestätigt sich das Bild. Daraus darf allerdings nicht geschlossen werden, dass indirekte Horizontalverflechtungen in allen Branchen in Europa dermaßen stark ausgeprägt sind. Dies zeigt schon die Untersuchung des DIW zu Deutschland als einem bedeutenden Teil des europäischen Binnenmarktes, die starke Unterschiede zwischen Branchen bezüglich der Ausprägung von indirekten Horizontalverflechtungen festgestellt hat.<sup>124</sup> Nichtsdestotrotz bestätigt das nachgewiesene Ausmaß in der europäischen Gesamtwirtschaft und den untersuchten Branchen für die Europäische Union den Forschungsbedarf zu der Frage, inwiefern solche Eigentümerstrukturen eine Gefahr für den Wettbewerb darstellen können.

### III. USA

Der Ausgangspunkt der Debatte um indirekte Horizontalverflechtungen waren die USA.<sup>125</sup> Um einen Vergleich zu Europa ziehen und US-amerikanische Literatur besser einordnen zu können, soll das Ausmaß solcher Beteiligungsstrukturen in den USA dargestellt werden. Darüber hinaus sind die Eigentümerstrukturen amerikanischer Unternehmen für Europa relevant, weil viele von ihnen wichtige Anbieter auf europäischen Produktmärkten sind. Aus diesem Grund berücksichtigte die Europäische Kommission bei ihrer Analyse der indirekten Horizontalverflechtungen in Europa alle aktiven börsennotierten Unternehmen, unabhängig davon, ob es sich um europäische oder ausländische handelte.<sup>126</sup>

In den USA hatten 2014 durchschnittlich etwa 60 Prozent der börsennotierten Unternehmen einer Industriebranche Anteilseigner, die an ihnen und an mindestens einem konkurrierenden Unternehmen mit mindestens fünf Prozent beteiligt waren. Bemerkenswert ist, dass dieser Anteil im Jahr 1980 noch unter zehn Prozent lag.<sup>127</sup> Der oben dargestellte, etwas höhere Wert für die Europäische Union von 67 Prozent ist nicht direkt

---

124 Siehe hierzu Zweites Kapitel C. I. 2.

125 Grundlegend Azar/Schmalz/Tecu, 73 The Journal of Finance 2018, 1513-1565.

126 Vgl. Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 5.

127 He/Huang, 30 The Review of Financial Studies 2017, 2674, 2675.

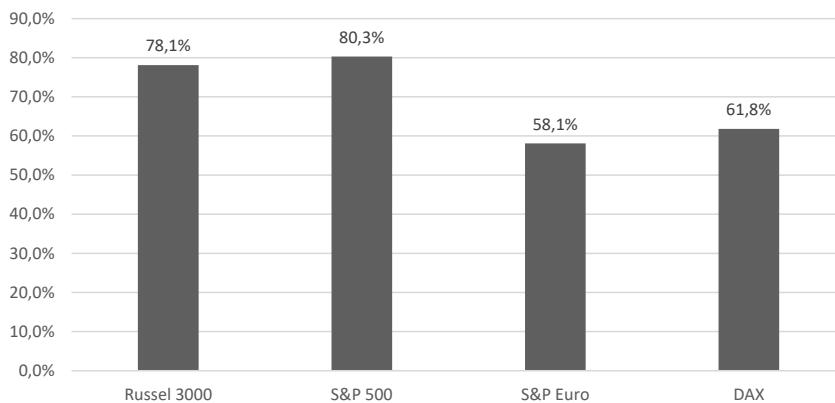
vergleichbar.<sup>128</sup> Zwar ermittelt auch dieser den Anteil von Unternehmen mit gemeinsamen Anteilseignern, die mindestens fünf Prozent der Anteile halten. Allerdings wurde in der Studie der Europäischen Kommission keine Aufteilung nach Wirtschaftsbranchen vorgenommen, sondern allgemein nach gemeinsamen Anteilseignern von börsennotierten und in der Europäischen Union geschäftlich aktiven Unternehmen gesucht. Dadurch fließen auch Verbindungen zwischen Unternehmen in den Wert ein, die nicht miteinander in einem Konkurrenzverhältnis stehen. Außerdem werden so auch die Verbindungen zwischen amerikanischen Firmen mit einbezogen, sobald sie in der Europäischen Union aktiv sind. Daher übersteigt das Ausmaß von indirekten Verflechtungen zwischen konkurrierenden amerikanischen Unternehmen wahrscheinlich das der innerhalb Europas aktiven Unternehmen. Nichtsdestotrotz bewegen sich die Zahlen auf einem ähnlichen Niveau.

Unterschiede in den Eigentümerstrukturen zwischen amerikanischen und europäischen Unternehmen werden aber an anderer Stelle sichtbar. Abbildung 7 zeigt den institutionellen Anteil am gesamten Aktienkapital verschiedener Aktienindizes im Jahr 2017. Der institutionelle Anteil liegt bei den zwei abgebildeten amerikanischen Aktienindizes bei etwa 80 Prozent. Beim S&P 500, der die 500 Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung in den USA umfasst, ist der Anteil etwas höher als beim marktbreiteren Russel 3000, der die 3000 Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung enthält. In der Abbildung werden den amerikanischen Indizes mit dem S&P Euro und dem DAX zwei europäische Indizes gegenübergestellt. Der S&P Euro enthält knapp 200 führende Bluechip-Unternehmen der Eurozone. Auch der DAX repräsentiert als deutscher Leitindex einen bedeutenden Teil des europäischen Binnenmarktes. Der institutionelle Anteil an den zwei europäischen Indizes ist mit etwa 60 Prozent deutlich niedriger als bei den amerikanischen Indizes.

---

128 Anders Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 5 f.

Abbildung 7: Institutioneller Anteil an amerikanischen und europäischen Aktienindizes (Stand 2017)<sup>129</sup>



Da institutionelle Investoren im Regelfall diversifiziert investieren, kommt es über sie häufig zu indirekten Verflechtungen zwischen ihren Portfoliounternehmen. Ein hoher institutioneller Anteil am Aktienkapital eines Index ist daher ein Indikator für viele und starke Verflechtungen zwischen den enthaltenen Unternehmen. Das Bild in den USA ist auch nicht durch einen hohen institutionellen Anteil bei den in der Marktkapitalisierung besonders hervorstechenden Unternehmen verfälscht. Zahlen aus einer anderen Untersuchung zeigten, dass sich im nicht gewichteten Durchschnitt 80 Prozent der Anteile von im S&P 500 gelisteten Unternehmen im Besitz von institutionellen Investoren befanden.<sup>130</sup> Es handelt sich somit um ein Phänomen, das amerikanische Aktiengesellschaften im Allgemeinen betrifft.

Aus den vorgestellten Zahlen lassen sich zwei Schlüsse ziehen. Zum einen sind indirekte Horizontalverflechtungen zwischen börsennotierten Unternehmen in den USA und in Europa *in der Spitze* ähnlich ausgeprägt. Das heißt, dass besonders wichtige Verbindungen zwischen börsenno-

129 Eigene Darstellung mit Zahlen von McGrath, 80% of Equity Market Cap Held by Institutions, Pensions&Investments, 25.4.2017, abrufbar unter <https://www.pionline.com/article/20170425/INTERACTIVE/170429926/80-of-equity-market-cap-held-by-institutions> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025) und DLRK/IPREO, Investoren der Deutschland AG 5.0 - Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX 30, 2018, S. 7.

130 Backus/Conlon/Sinkinson, 13 American Economic Journal: Microeconomics 2019, 283.

tierten Unternehmen durch eine Anteilskontrolle von über fünf Prozent an beiden Portfoliounternehmen zu beiden Seiten des Atlantiks eine ähnliche Ausprägung erfahren. Eine Erklärung hierfür könnte sein, dass es sich bei den wichtigsten gemeinsamen Anteilseignern sowohl in den USA als auch in Europa um die gleichen vermögensverwaltenden Unternehmen handelt.<sup>131</sup> Zum anderen lässt sich jedoch feststellen, dass indirekte Horizontalverflechtungen *in der Breite* in Europa nicht das gleiche Ausmaß wie in den USA zu haben scheinen. Das heißt, dass in den USA sehr viel mehr Aktienkapital der börsennotierten Unternehmen von Anteilseignern gehalten wird, die auch Anteile an einer Vielzahl anderer börsennotierter Unternehmen und somit auch an Konkurrenten halten. Das hat den zusätzlichen Effekt, dass der Anteil an Investoren mit Einzelinteressen in den USA wahrscheinlich geringer ausfällt als in Europa.<sup>132</sup>

Diese Erkenntnisse sind bei der Bewertung der amerikanischen Literatur immer zu berücksichtigen und werden im Laufe der Arbeit an Bedeutung gewinnen.

#### IV. Entwicklung

Die historische Entwicklung der letzten Jahrzehnte lässt einen Anstieg indirekter Horizontalverflechtungen bis zur globalen Finanzkrise 2007 erkennen, der sich dann stark abgeschwächt hat. Zwischen den 500 Unternehmen im amerikanischen S&P 500 nahmen die indirekten Verflechtungen über sog. „*Blockholder*“ bzw. Blockaktionäre, die mindestens fünf Prozent an beiden Unternehmen halten, von 1980 bis 2007 stark und relativ gleichmäßig von 10 auf 60 Prozent betroffene Unternehmen zu. Ab der Finanzkrise pendelte sich dieser Anteil dann aber um die 60 Prozent-Marke ein und stieg nur noch leicht zum Ende des Datensatzes im Jahr 2014.<sup>133</sup> Dieses Einpendeln auf einem hohen Niveau lässt sich auch in einem Datensatz zu börsennotierten Unternehmen erkennen, die geschäftlich in der Europäischen Union tätig sind. Zwar stieg die absolute Zahl der über *Blockholder* verflochtenen Unternehmen zwischen 2007 und 2016 von 15 454 auf 17 460 an, der relative Wert schwankte aber um 65 Prozent mit einem Tiefstwert

---

131 Siehe hierzu Viertes Kapitel C. I. 1. a) cc).

132 Zur Bedeutung nichtdiversifizierter Investoren für die Thematik siehe Fünftes Kapitel A. IV.

133 *He/Huang*, 30 The Review of Financial Studies 2017, 2674, 2765.

von 62,99 Prozent im Jahr 2011 und einem Höchstwert von 69,14 Prozent im Jahr 2014.<sup>134</sup> Seit der globalen Finanzkrise im Jahr 2007 hat sich die vorherige extreme Zunahme von indirekten Verflechtungen über *Blockholder* stark abgeschwächt und ist fast zum Erliegen gekommen.

Aus diesen Zahlen zu schließen, dass die Bedeutung indirekter Horizontalverflechtungen in den nächsten Jahren zwar auf ihrem hohen Niveau stagniert, aber nicht mehr steigen wird, wäre voreilig. Denn die Anzahl der über *Blockholder* verflochtenen Firmen sagt nichts über die Stärke der Verbindungen in der Breite aus. Genau an dieser Stelle ist jedoch eine weitere Zunahme zu erwarten. Der Trend der Institutionalisierung der Kapitalanlage ist ungebrochen.<sup>135</sup> Experten schätzen, dass das weltweit verwaltete Vermögen von 85 Bio. USD im Jahr 2016 auf prognostizierte 145 Bio. USD im Jahr 2025 ansteigen wird.<sup>136</sup> Gleichzeitig kommt es zu einer Konzentration auf dem Markt der Vermögensverwaltung.<sup>137</sup> Immer mehr Vermögen fließt einer immer kleineren Anzahl an sehr großen Vermögensverwaltern zu. Durch diese Entwicklung wird zum einen ein immer größerer Anteil des Aktienkapitals der betroffenen Unternehmen von verflochtenen Anteilseignern gehalten. Zum anderen gewinnen große Vermögensverwalter durch immer gewichtigere Anteile an Einfluss auf ihre Portfoliounternehmen.

Es scheint, dass zumindest die Anzahl der über *Blockholder* verflochtenen Aktiengesellschaften an einem Höchstwert angekommen ist. Die Anzahl der Verflechtungen und insbesondere ihre Stärke werden aber mit hoher Wahrscheinlichkeit weiter zunehmen.

#### *D. Empirische Erkenntnisse der Ökonomie zu möglichen Auswirkungen*

Wie die Rechtswissenschaft steht auch die Ökonomie am Anfang der Forschung zu indirekten Horizontalverflechtungen. Nichtsdestotrotz sind seit dem Aufkommen der Debatte in den letzten Jahren einige empirischen Studien veröffentlicht worden, die mögliche Auswirkungen von indirekten Horizontalverflechtungen untersuchen.

---

<sup>134</sup> Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 6.

<sup>135</sup> Siehe hierzu Zweites Kapitel B. I.

<sup>136</sup> PWC, Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change, 2017, S. 4.

<sup>137</sup> Siehe hierzu ausführlich Viertes Kapitel C. I.

Am Anfang jeder empirischen Studie steht die Frage, wie indirekte Horizontalverflechtungen gemessen und quantifiziert werden können. Neben den oben beschriebenen Maßzahlen ist die für diesen Zweck bekannteste und am weitesten verbreitete Maßzahl der modifizierte Herfindahl-Hirschmann-Index („MHHI“). Die Abwandlung des Herfindahl-Hirschmann-Indexes („HHI“) wurde ursprünglich für direkte Horizontalverflechtungen entwickelt, um bei der Bewertung der Konzentration von Märkten nicht nur die gehaltenen Marktanteile, sondern auch Horizontalverflechtungen zu berücksichtigen. Die Logik des MHHI lässt eine Übertragung auf indirekte Horizontalverflechtungen grundsätzlich zu.<sup>138</sup> Trotzdem besteht methodische Kritik an der Verwendung des MHHI in den bisherigen Studien.<sup>139</sup> Insbesondere bezieht sie sich auf die Schwierigkeit der Interpretation der Ergebniswerte<sup>140</sup> sowie der Unmöglichkeit, mit einem Wert wie dem MHHI-Delta passive Mechanismen zu testen.<sup>141</sup> Außerdem gestaltet sich die Berechnung des MHHI in der Praxis durch die Anforderung an die Datengrundlage schwierig, weil neben den Marktanteilen auch die Beteiligungshöhen der Anteilseigner und die Einflussgewichte bestimmt werden müssen.<sup>142</sup> Aufgrund dieser schwierig zu treffenden Annahmen hat auch die Kommission den MHHI für indirekte Horizontalverflechtung in ihren Fusionskontrollentscheidungen nicht berechnet.<sup>143</sup>

Bei den inhaltlichen Erkenntnissen der Studien zeigt sich kein einheitliches Bild. Bei der Untersuchung von Preisen sind insbesondere die Studien zum US-Luftverkehrsmarkt<sup>144</sup> und zum US-Bankenmarkt<sup>145</sup> zu nennen, die die Debatte überhaupt erst ausgelöst haben. Steigende Preise wurden auch in der Saatgutbranche nachgewiesen.<sup>146</sup> Unterschiedliche Beobachtungen wurden hingegen zu Margen gemacht. In der Branche für Fertigfrüh-

---

138 *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 480.

139 Siehe hierzu zusammenfassend *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 71f. m.w.N.; *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 487 m.w.N.

140 *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 487.

141 *Hemphill/Kahan*, 129 *The Yale Law Journal* 2020, 1392, 1410 f.

142 *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 489.

143 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Annex 5, Rn. 79; EU KOM, 21.3.2018, M.8084 – *Bayer/Monsanto*, S. 46, Fn. 113; siehe zu den Entscheidungen der Kommission Drittes Kapitel IV.

144 *Azar/Schmalz/Tecu*, 73 *The Journal of Finance* 2018, 1513 ff.

145 *Azar/Raina/Schmalz*, 51 *Financial Management* 2022, 227 ff.

146 *Torshizi/Clapp*, 66 *Antitrust Bulletin* 2021, 39 ff.

stückscerealien konnte kein Effekt nachgewiesen werden.<sup>147</sup> In der Getränkeindustrie wurden leicht erhöhte Margen ermittelt.<sup>148</sup> Untersuchungen zu anderen Branchen kamen zu keinem einheitlichen Ergebnis.<sup>149</sup> Dem gegenüber stehen einzelne Studien, in welchen positive Auswirkungen auf Innovationseffekte<sup>150</sup> und erhöhte Investitionen in Forschung und Entwicklung festgestellt wurden.<sup>151</sup>

Zwar überwiegen in der Tendenz die Studien, die negative Effekte in Verbindung mit indirekten Horizontalverflechtungen zeigten. Aufgrund der Uneinheitlichkeit der Ergebnisse und der methodischen Kritik besteht aber weiterer Bedarf an empirischer Forschung, um eine über Zweifel erhabene Datengrundlage zu schaffen.

#### *E. Zwischenergebnis zum Zweiten Kapitel*

Indirekte Horizontalverflechtungen entstehen, wenn ein Investor Minderheitsbeteiligungen an mehreren Unternehmen erwirbt, die in einem Wettbewerbsverhältnis zueinanderstehen. Auswertungen zeigen, dass es sich dabei um ein häufig vorkommendes Phänomen bei börsennotierten Aktiengesellschaften handelt, die in der Regel unzählige Aktionäre haben. Zwar können solche Verflechtungen grundsätzlich zwischen allen Unternehmen entstehen, an denen Beteiligungen erworben werden können. In besonderer Weise sind jedoch börsennotierte Aktiengesellschaften und ihre internationalen entsprechenden Gesellschaftsformen betroffen, da Beteiligungen an ihnen durch die freie Handelbarkeit der Anteile ohne nennenswerte Hindernisse aufgebaut werden können und sie sich daher besonders als Kapitalanlage eignen. Ursächlich für indirekte Horizontalverflechtungen ist in erster Linie der Aufstieg von institutionellen Investoren, die große Mengen Kapital diversifiziert in Aktien anlegen.

Das Ausmaß von indirekten Horizontalverflechtungen ist groß und wird mit hoher Wahrscheinlichkeit aufgrund der Institutionalisierung der Kapitalanlage weiter zunehmen. Bezuglich der Auswirkungen von indirekten

---

<sup>147</sup> *Backus/Conlon/Sinkinson*, Common Ownership and Competition in the Ready-To-Eat Cereal Industry, NBER Working Paper No. 28350, 2021.

<sup>148</sup> *Rosati/Bompuzzi/Ferraresi/Frigo/Nardo*, Common Shareholding in Europe, 2020.

<sup>149</sup> *Gibbon/Schain*, Rising Markups, Common Ownership, and Technological Capacities, DICE Discussion Paper No. 340, 2020.

<sup>150</sup> *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, Innovation: The Bright Side of Common Ownership?, SSRN Working Paper, 2024.

<sup>151</sup> *López/Vives*, 127 Journal of Political Economy 2019, 2394 ff.

Horizontalverflechtungen bestehen in der ökonomischen Forschung noch keine gesicherten Erkenntnisse. Das Bild ist bislang von teilweise unterschiedlichen Ergebnissen geprägt. Mit der steigenden Anzahl der ökonomischen Analysen und Publikationen verdichten sich jedoch die Anzeichen, dass eine Aktionärsstruktur mit vielen horizontal-diversifizierten Aktionären Auswirkungen auf das Handeln der Unternehmen haben könnte.

