

Erstes Kapitel: Einführung

Horizontal-diversifizierte Großaktionäre nehmen eine immer dominantere Position in der Aktionärsstruktur vieler börsennotierter Unternehmen ein. Meist handelt es sich bei ihnen um institutionelle Investoren wie Vermögensverwalter mit ihren Investmentfonds, deren Beteiligungen weitläufige indirekte Unternehmensverflechtungen innerhalb ganzer Wirtschaftsbranchen entstehen lassen. Der Ruf nach einer Verschärfung des Kartellrechts oder einer Regulierung der Vermögensverwaltungsbranche ist daher nachvollziehbar, aber vorschnell. Diese Arbeit tritt ihm entgegen, indem sie zeigt, dass die zugrundeliegende kartellrechtliche Schadenstheorie auf zwei Grundannahmen beruht, die weder die rechtlichen Rahmenbedingungen noch die tatsächlichen Beteiligungsstrukturen vieler horizontal-diversifizierter Großaktionäre ausreichend berücksichtigen.

A. Untersuchungsgegenstand

Indirekte Unternehmensverflechtungen sind kein neues Phänomen. Jahrzehntlang war die Unternehmenslandschaft in Deutschland durch ein enges Netzwerk aus Kapitalbeteiligungen und personellen Verflechtungen zwischen Großunternehmen geprägt. Erst Ende der 1990er Jahre verschwand dieses als „Deutschland AG“ bekannte Netzwerk aufgrund strengerer Gesetze zu Mehrfachmandaten und der Internationalisierung der Kapitalmärkte.¹ Mit dem Verschwinden der Deutschland AG begann – zunächst unbeachtet – die Entstehung neuer Verflechtungen über internationale institutionelle Investoren. Die folgende Entwicklung verlief rasant und führte zu schwindelerregenden Zahlen: Im Jahr 2016 verwalteten institutionelle Investoren weltweit etwa 85 Billionen US-Dollar. Über 10 Billionen US-Dollar davon entfielen allein auf die drei größten, namentlich BlackRock, Vanguard und State Street (die sog. „Big Three“). Prognosen deuten auf einen weiteren Anstieg des verwalteten Vermögens auf bis zu 145

1 Wambach/Weche, Wirtschaftsdienst 2019, 575, 575.

Billionen US-Dollar im Jahr 2025 hin.² Den größten Zuwachs verzeichnen die *Big Three* aufgrund der steigenden Beliebtheit passiver Indexfonds, deren günstige Verwaltungsgebühren sowohl private als auch institutionelle Anleger anziehen.³ Die Folge ist eine Konzentration von Aktienkapital bei institutionellen Investoren, die zusammen mit ihrem Anlagegrundsatz der Diversifikation unweigerlich zu indirekten Unternehmensverflechtungen führt. Knapp 62 Prozent des gesamten Aktienkapitals des deutschen Leitindex DAX wird von institutionellen Investoren gehalten. Auf BlackRock alleine entfallen über 10 Prozent.⁴ Verglichen mit den USA sind diese Zahlen noch gering. Am Aktienkapital des wichtigen amerikanischen Aktienindex S&P 500 halten institutionelle Investoren über 80 Prozent, wobei etwas über 20 Prozent des Gesamtkapitals schon allein auf die passiven Indexfonds der *Big Three* entfallen.⁵

Die neuen Verflechtungen zwischen börsennotierten Unternehmen rückten erst im Jahr 2018 in den Fokus von Ökonomen und Kartellrechtlern, als ein Aufsatz im renommierten *Journal of Finance* zu deren potenziell negativen Auswirkungen Aufsehen erregte. Azar/Schmalz/Tecu stellten in einer Datenanalyse negative Wettbewerbseffekte durch indirekte Unternehmensverflechtungen im Luftverkehrsmarkt der USA fest und beschrieben diese in ihrem Artikel „*Anticompetitive Effects of Common Ownership*“.⁶ Unter dem Schlagwort „*Common Ownership*“ entbrannte in der Folge eine wissenschaftliche Debatte in den USA über die Plausibilität der Wirkmechanismen und den Umgang mit den Verflechtungen. Die Meinungen verteilten sich dabei über das gesamte Spektrum. Manche kritisierten, dass „*der rechtliche Karren vor das ökonomische Pferd*“ gespannt werde, und plädierten dafür, nichts zu tun.⁷ Andere sahen in den Verflechtungen die „*größte antikompetitive Bedrohung unserer Zeit*“, die einen dringenden

2 De La Cruz/Medina/Tang, Owners of the World's Listed Companies, OECD Capital Market Series, 2019; PWC, Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change, 2017.

3 Bebchuk/Hirst, 99 Boston University Law Review 2019, 721, 725 ff.

4 DIRK/IPREO, Investoren der Deutschland AG 5.0 - Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX 30, 2018.

5 Bebchuk/Hirst, 99 Boston University Law Review 2019, 721, 724.

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

7 Ginsburg/Klovers, Common sense about common ownership, Concurrences Review N° 2-2018, Art. N° 86847, 2018, S. 2 („*Despite the weakness of the economic evidence, proponents assume competitive harm, argue the antitrust laws already prohibit common ownership, and then propose sweeping structural and conduct remedies. This approach puts the legal cart before the economic horse.*“).

Handlungsbedarf auslöse.⁸ Das Thema wurde schnell auch außerhalb der Wirtschafts- und Rechtswissenschaft aufgegriffen. So titelte Bloomberg, dass die großen Vermögensverwalter den S&P 500 in „ein gigantisches Unternehmen“ verwandeln würden.⁹ Bei diesen Worten werden Erinnerungen an die Deutschland AG wach.

Tatsächlich wirkt das ehemalige Netzwerk der Deutschland AG bei einer oberflächlichen Betrachtung der Beteiligungsstrukturen der großen US-amerikanischen Vermögensverwalter im Vergleich geradezu marginal. Der Bloomberg-Journalist greift eigentlich zu kurz, wenn er nur den S&P 500 als ein gigantisches Unternehmen bezeichnet. Denn die internationale Finanzwirtschaft kennt keine nationalen Grenzen für ihre Kapitalbeteiligungen. Es drängt sich daher die Frage auf, ob die Bündelung einer riesigen Menge globalen Anlagekapitals bei wenigen Verwaltern nicht vielmehr ein weltweites gigantisches Unternehmen – eine „Welt AG“ – erschaffen hat, die den freien Wettbewerb gefährdet.

B. Forschungsfrage

Zunächst ist festzuhalten, dass sich bei der Bewertung der Auswirkungen auf das Wettbewerbsverhalten ein Vergleich mit dem ehemaligen Netzwerk der „Deutschland AG“ verbietet, weil die neuen Netzwerke der indirekten Horizontalverflechtungen zwischen börsennotierten Unternehmen in der Regel ausschließlich aus Kapitalbeteiligungen bestehen. Personelle Verflechtungen, die deutlich effektivere und stabilere Einflusskanäle auf das Unternehmensverhalten bieten, kommen so gut wie nicht vor. Das macht die Beurteilung der potenziell von indirekten Unternehmensverflechtungen ausgehenden Gefahr schwieriger. Bevor über rechtliche Maßnahmen nachgedacht werden kann, muss das Problem vollständig verstanden werden.

8 Elhauge, 10 Harvard Business Law Review 2020, 207, 285 („Horizontal shareholding poses the greatest anticompetitive threat of our time, mainly because it is the one anticompetitive problem we are doing nothing about.“).

9 Kawa, Index-Crazed Investors Turning S&P 500 Into One Gigantic Company, Bloomberg, 25.1.2019, abrufbar unter <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-01-15/index-crazed-investors-turning-s-p-500-into-one-gigantic-company> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025) („Index-crazed investors turning S&P 500 into one gigantic company“).

Die Einsicht darüber, dass das Detailverständnis über die Wirkmechanismen und Zusammenhänge noch unausgereift ist, herrscht diesseits¹⁰ wie jenseits¹¹ des Atlantiks. Die Autoren einer Studie im Auftrag des Europäischen Parlaments beschreiben den weiteren Forschungsbedarf wie folgt:

„Such future research could focus on further understanding both common owners’ potential to influence management of commonly owned firms to soften competition, depending on their business models and specific incentives, the governance tools at their disposal, and how this influencing might (or not) be implemented by the management [...]“¹²

Daran knüpft diese Arbeit mit ihrer Forschungsfrage an:

Lässt sich unter Berücksichtigung der rechtlichen und tatsächlichen Rahmenbedingungen eine wettbewerbliche Schadenstheorie zu indirekten Horizontalverflechtungen begründen, die eine Verschärfung des Kartellrechts oder eine Regulierung der Vermögensverwaltungsbranche rechtfertigt?

Dafür werden in dieser Arbeit die für die Verflechtungen verantwortlichen Aktionäre, ihr Geschäftsmodell sowie ihre rechtliche Struktur und Handlungsbeschränkungen analysiert. Das Ziel ist es, die Auswirkungen der Aktionärsstruktur auf das Wettbewerbsverhalten aus einer rechtlichen Perspektive zu beurteilen.

C. Methodik und Gang der Darstellung

Die Arbeit nähert sich dem Markstrukturphänomen indirekter Horizontalverflechtungen im Zweiten Kapitel mit der Darstellung der begrifflichen Grundlagen zu Minderheitsbeteiligungen und Unternehmensverflechtungen sowie der Beschreibung der Ursachen und des Ausmaßes indirekter Horizontalverflechtungen zwischen Unternehmen. Sodann werden im Dritten Kapitel die wettbewerblichen Schadenstheorien (sog. *„Theories of Harm“*) zu indirekten Horizontalverflechtungen erläutert. Vorangestellt wird dort auf das Konzept der Schadenstheorie im Allgemeinen eingegan-

10 Für viele *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 540.

11 Für viele siehe die Zitate bei *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, 131 *Journal of Political Economy* 2023, 1294, 1294 f.

12 *Frazzani/Noti/Schinkel/Seldeslachts/Banal-Estañol/Boot/Angelici*, Barriers to Competition through Common Ownership by Institutional Investors, 2020, S. 13.

gen. Im Fokus der Untersuchung steht die Schadenstheorie zu unilateralen Effekten. Es wird herausgearbeitet, dass diese auf zwei Grundannahmen beruht, deren theoretische und praktische Überprüfung im Fünften und Sechsten Kapitel folgt. Zunächst wird aber im Vierten Kapitel eine Systematisierung der Aktionärsstruktur aus wettbewerblicher Sicht entwickelt. Die Anteilseigner der Aktiengesellschaft werden in horizontal-diversifizierte Großaktionäre, strategische Großaktionäre und Kleinaktionäre eingeteilt. Die Akteure der jeweiligen Gruppen werden im Detail dargestellt. Methodisch werden die Fragen des Dritten und Vierten Kapitels mit einer Auswertung der ökonomischen und juristischen Literatur beantwortet, auf Grundlage derer eine neue Systematisierung entwickelt wird.

Das Fünfte Kapitel widmet sich der theoretischen Überprüfung der zwei Grundannahmen der Schadenstheorie. Die erste Grundannahme geht davon aus, dass die horizontal-diversifizierten Großaktionäre das Wettbewerbsverhalten ihrer Portfoliounternehmen beeinflussen können. Die Möglichkeiten zur Beeinflussung werden mittels einer Auswertung des geltenden Rechts (insbesondere des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts sowie des europäischen Kartellrechts) und der wissenschaftlichen Literatur dargestellt und bewertet. Nach der zweiten Grundannahme haben horizontal-diversifizierte Großaktionäre ein Gesamtbrancheninteresse. Die theoretische Untersuchung des Fünften Kapitels zeigt, dass für die wichtigste Gruppe der horizontal-diversifizierten Großaktionäre das Gegenteil der Fall ist. Dabei legt die rechtliche Analyse einen besonderen Schwerpunkt auf die Aufteilung der Unternehmensanteile auf Investmentfonds und deren Treuhandeigenschaft.

Im Sechsten Kapitel wird die Erkenntnis des Fünften Kapitels über das fehlende Gesamtbrancheninteresse als zweite Grundannahme einer praktischen Überprüfung an einem Beispiel unterzogen. Dafür werden ETF-Portfolios des weltgrößten Vermögensverwalters BlackRock auf verschiedene Branchenabdeckungen und Interessenkonflikte ausgewertet. Als Methode wird eine empirisch-quantitative Analyse mit deskriptiver Statistik verwendet.

Die Arbeit endet mit einer Zusammenfassung der Ergebnisse zu einer überarbeiteten Schadenstheorie. Außerdem werden die Lehren für den Gesetzgeber und die Rechtsdurchsetzung aus der überarbeiteten Schadenstheorie erläutert.

