

Siebtes Kapitel: Fazit

A. Erkenntnisse für die Schadenstheorie

Die Schadenstheorie zu unilateralen Effekten durch indirekte Horizontalverflechtungen lässt sich auf die meisten in der Praxis zu beobachtenden Verflechtungen nicht oder nur mit Vorsicht anwenden. Wie diese Arbeit zeigt, beruht sie auf zwei Grundannahmen, an deren Richtigkeit begründete Zweifel bestehen. Horizontal-diversifizierte Großaktionäre sollen demnach das Management des Portfoliounternehmens in ihrem Sinne beeinflussen können (erste Grundannahme) und kein Interesse an den einzelnen Portfoliounternehmen, sondern ein übergeordnetes Portfoliointeresse im Sinne eines Gesamtbrancheninteresses haben (zweite Grundannahme).

Zwar haben horizontal-diversifizierte Großaktionäre jedenfalls in der Theorie verschiedene Möglichkeiten, Einfluss auf das Management ihrer Portfoliounternehmen zu nehmen. Jedoch eignen sich sowohl direkte als auch indirekte Möglichkeiten der Einflussnahme in der Praxis nur in Ausnahmefällen für eine gezielte Einwirkung auf das operative Geschäft des Portfoliounternehmens. Darüber hinaus bestehen in mehrfacher Hinsicht enge rechtliche Grenzen. Das Kartellrecht untersagt ein abgestimmtes Verhalten zwischen den Portfoliounternehmen. Das Gesellschaftsrecht in Form des Aktienrechts verhindert eine Einflussnahme zum Nachteil der Gesellschaft sowie die Bevorzugung eines Aktionärs. Der Informationsfluss zwischen Portfoliounternehmen und Investor wird durch das Kapitalmarktrecht reglementiert. Unterstellt man ein legales Handeln der horizontal-diversifizierten Großaktionäre, bleibt für eine direkte Einflussnahme kein Raum. Lediglich eine indirekte Beeinflussung über eine Gestaltung des Vorstandsvergütungssystems, das sich nicht an der relativen Performance orientiert und wenig Anreize für Wettbewerb setzt, bleibt als Einflusskanal bestehen. Es erlaubt aber keine präzise Steuerung.

Ob ein horizontal-diversifizierter Aktionär ein Gesamtbrancheninteresse aufweist, ist eine Frage des Einzelfalls. In der Theorie liegt es jedoch nahe, dass Vermögensverwalter als die mit Abstand wichtigste Gruppe der horizontal-diversifizierten Großaktionäre kein Gesamtbrancheninteresse haben. Als Treuhänder verwalten sie Kapital im Auftrag ihrer Kunden über eine Vielzahl verschiedener Fonds. Jeder Fonds verfolgt andere Anla-

geschwerpunkte und enthält ein anderes Portfolio. Daraus können sich Interessenkonflikte zwischen den einzelnen Fonds bzw. ihrer Anleger ergeben, die ein einheitliches Interesse ausschließen. Die Interessen der Anleger werden durch Interessenwahrungspflichten rechtlich abgesichert. Der Vermögensverwalter darf daher nicht nach (s)einem übergeordneten Interesse handeln. Die Auswertung der ETF-Portfolios des weltgrößten Vermögensverwalters BlackRock zeigt, dass Interessenkonflikte zwischen den Fonds in der Praxis bestehen. Die Branchenabdeckung liegt für die meisten Fonds mit ein bis zwei Unternehmen deutlich unter der BlackRocks als Einheit. Zudem unterscheiden sich die Beteiligungen der einzelnen Portfolios, wodurch die Interessenkonflikte entstehen. Für BlackRock lässt sich auf dieser Datengrundlage kein Gesamtbrancheninteresse begründen.

Die Auswertungsergebnisse nähren darüber hinaus Zweifel am Gesamtbrancheninteresse der großen Vermögensverwalter im Allgemeinen. Da alle in Fonds organisiert sind und eine Vielzahl möglicher Anlageschwerpunkte abdecken, ist nahezu sicher, dass auch bei anderen Verwaltern Interessenkonflikte zwischen den Fonds einem Gesamtbrancheninteresse entgegenstehen. Um dies abschließend bewerten zu können, müssten aber auch deren Fondsportfolios ausgewertet werden. Auch die vertikale Diversifikation durch Beteiligungen in vor- und nachgelagerten Branchen spricht gegen ein Gesamtbrancheninteresse von Vermögensverwaltern.

Aus den herausgearbeiteten Punkten könnte sogar genau das Gegenteil eines Gesamtbrancheninteresses, nämlich ein Interesse an Wettbewerb, folgen. Alle Manager der einzelnen Fonds sowie der übergeordnete Vermögensverwalter haben ein Interesse an einer positiven Entwicklung ihrer Fonds. Auch wenn sich die Entwicklung einzelner Fonds theoretisch durch eine Koordinierung verbessern lassen könnte, wäre dies in der Praxis aufgrund der Komplexität der Portfolios, der vertikalen Diversifikation und der rechtlichen Grenzen nur sehr schwer umsetzbar. Unter Rückbesinnung auf die Wettbewerbsleitbilder⁷³⁹ und die volkswirtschaftlichen Vorteile von Wettbewerb liegt vielmehr die Annahme näher, dass Wettbewerb innerhalb der Branchen für die Wertentwicklung der Portfolios von Vorteil sein könnte, weil die gehaltenen Unternehmen zu einem stetigen Bewähren und Verbessern gezwungen würden. Für die Fondsmanager wäre daher eine wettbewerbsfördernde Einwirkung auf die Portfoliounternehmen im Ergebnis wahrscheinlich zielführender und (gerade im Hinblick auf die Verwaltungskosten) auch wesentlich einfacher umsetzbar. Dies gilt erst

739 Siehe zu den Wettbewerbsleitbildern Drittes Kapitel A. I. 2.

recht für den Vermögensverwalter als übergeordnete Einheit, wenn er seinen Einfluss für alle Fonds gebündelt ausübt. Mit anderen Worten: Wettbewerb ist vorteilhaft für die Volkswirtschaft und sollte daher auch vorteilhaft sein für ein die Gesamtwirtschaft abdeckendes Portfolio eines Vermögensverwalters.

Neben Vermögensverwaltern gehören Staatsfonds und Beteiligungsunternehmen zu den wichtigsten horizontal-diversifizierten Großaktionären. Beide weisen ein einheitliches Interesse auf, da sie keinen unterschiedlichen Anlegerinteressen unterworfen sind. Bei breit diversifizierten Staatsfonds spricht jedoch die vertikale Diversifikation gegen ein Gesamtbrancheninteresse. Beteiligungsunternehmen können auf die vertikale Diversifikation verzichten, sodass sie in diesem Fall ein eindeutiges Gesamtbrancheninteresse aufweisen. Sie sind damit der problematischste, aber zugleich auch seltenste Fall horizontal-diversifizierter Großaktionäre.

Für die Schadenstheorie folgt daraus, dass sie nur für Beteiligungsunternehmen mit einem relevanten Einfluss auf das Management unproblematisch angenommen werden kann. Für eine Anwendung auf Vermögensverwalter als ihren meistdiskutierten Anwendungsfall fehlt es ihr an Plausibilität. Dies liegt zum einen schon daran, dass Vermögensverwalter – ihr rechtmäßiges Verhalten vorausgesetzt – keine Möglichkeiten zur Durchsetzung ihrer Interessen bei den Portfoliounternehmen haben. Zum anderen fehlt Vermögensverwaltern in aller Regel das erforderliche Gesamtbrancheninteresse, sodass selbst eine unrechtmäßige Einflussnahme auf das Wettbewerbsverhalten der Portfoliounternehmen nicht in ihrem bzw. im Interesse ihrer Anleger ist. Die in den ökonomischen Studien festgestellten negativen Effekte durch indirekte Horizontalverflechtungen können auch durch einen passiven Mechanismus hervorgerufen werden. Es erscheint denkbar, dass nicht nur eine aktive Einflussnahme, sondern gerade eine Passivität der horizontal-diversifizierten Großaktionäre negative Auswirkungen auf das Management der Portfoliounternehmen haben, die eine Produktionsineffizienz bei diesen Unternehmen nach sich zieht.

B. Lehren für den Gesetzgeber

Die Erkenntnisse der Arbeit führen zu dem Schluss, dass zum aktuellen Zeitpunkt eine Verschärfung des Kartellrechts oder eine Regulierung zur Begrenzung indirekter Horizontalverflechtungen unangemessen wäre. Der

Schadenstheorie fehlt es für die wichtigsten horizontal-diversifizierten Großaktionäre an Plausibilität.

Zudem müssen bei einem gesetzgeberischen Eingreifen auch die Konsequenzen einer Verhinderung von Verflechtungen über Vermögensverwalter beachtet werden. Denn gerade bei diesen besteht ein grundsätzlicher Zielkonflikt zwischen der aus Finanzmarktperspektive gewünschten Portfoliodiversifikation, der ebenfalls auf Finanzmarktperspektive gewünschten aktiven Einflussnahme im Rahmen der Corporate Governance und der aus Wettbewerbsperspektive gewünschten Begrenzung von Verflechtungen.⁷⁴⁰

Eine Verschärfung des Kartellrechts durch eine Ausweitung der Fusionskontrolle auf nichtkontrollierende Minderheitsbeteiligungen⁷⁴¹ lässt sich vor dem Hintergrund, dass potentielle Wohlfahrtsverluste nicht plausibel durch ein Einwirken eines horizontal-diversifizierten Großaktionärs auf die Unternehmen erklärt werden können, nicht rechtfertigen. Außerdem wäre der Vorschlag mit hohen Kosten verbunden, da eine Absenkung der Aufgreifschwellen die Kommission mit Fusionsanmeldungen überschwemmen würde. Die Prüfung durch die Wettbewerbsbehörde wäre zudem mit großen Schwierigkeiten bei der Umsetzung behaftet, weil die wahren Einflussmöglichkeiten letztendlich nur geschätzt werden können. Damit ginge eine erhebliche Rechtsunsicherheit für Investitionsentscheidungen in europäische Unternehmen einher, worunter deren Möglichkeiten zur Finanzierung leiden könnten.

Auch Regulierungsmaßnahmen zur Begrenzung indirekter Horizontalverflechtungen⁷⁴² sind nicht geboten, ohne dass die Wohlfahrtsverluste mit hinreichender Wahrscheinlichkeit auf die horizontal-diversifizierten Großaktionäre zurückgeführt werden können. Auch hier sind die Konsequenzen zu beachten. Ein Eingriff in die Möglichkeiten zur Diversifikation würde das Ende für das Produkt ETF bedeuten, da eine Begrenzung auf beispielsweise ein Unternehmen einer Branche oder ein Prozent Marktanteil in einem oligopolistisch strukturierten Markt die passive Anlagestrategie zerstören würde. Politisch und gesellschaftlich ist es aber wünschenswert, möglichst vielen Menschen einen niederschwelligen, günstigen und durch Diversifikation vergleichsweise sicheren Zugang zum Kapitalmarkt zu gewähren, der eine Teilhabe am Wirtschaftswachstum ermöglicht.

740 Azar/Schmalz/Tecu, 73 *The Journal of Finance* 2018, 1513, 1559.

741 Siehe z. B. den Vorschlag für eine Ausweitung der Fusionskontrolle bei Elhauge, 129 *Harvard Law Review* 2016, 1267 ff.

742 Siehe z. B. den Vorschlag für Regulierungsmaßnahmen bei Posner/Scott Morton/Weyl, 81 *Antitrust Law Journal* 2017, 669 ff.

Einzig über eine Anpassung der Corporate Governance-Regeln sollte zum jetzigen Zeitpunkt nachgedacht werden.⁷⁴³ Sinnvoll erscheint eine Anpassung der Regelungen um die Vorstandsvergütung, weil sie sowohl ein weniger wettbewerbsintensives Verhalten, als auch ein passives und ineffizientes Verhalten der Manager fördern könnte. Je nach Ausgestaltung des Vergütungssystems können Anreize in Richtung eines weniger wettbewerbsintensiven Verhaltens gesetzt werden, weil die Manager von einem allgemeinen Wachstum der Branche profitieren würden. Die leistungsabhängige Komponente der Vergütung sollte sich deshalb nicht am absoluten Unternehmenserfolg, sondern vor allem am relativen Unternehmenserfolg im Vergleich zu den Wettbewerbern bemessen. Es wäre daher zumindest sinnvoll, die aus dem Vergütungssystem resultierenden Wettbewerbsanreize verpflichtend in den Vergütungsbericht börsennotierter Unternehmen aufzunehmen.⁷⁴⁴ Dadurch würde die Aufmerksamkeit der (übrigen) Aktionäre und des Aufsichtsrats auf dieses Thema gelenkt.

C. Lehren für die Rechtsdurchsetzung

Die Argumentation dieser Arbeit zu den Grundannahmen der Schadenstheorie setzt ein rechtmäßiges Verhalten der horizontal-diversifizierten Großaktionäre und ihrer Portfoliounternehmen voraus. Ein Eingriff in das bestehende System des Kartellrechts oder eine in die Diversifikationsmöglichkeiten eingreifende Regulierung soll vermieden werden, solange das bestehende Recht einen ausreichenden Schutz des Wettbewerbs bei größtmöglicher Anlagefreiheit für den Kapitalmarkt bietet. Trotzdem muss anerkannt werden, dass die großen Vermögensverwalter eine nicht zu unterschätzende ökonomische Macht besitzen. Missbrauchen sie diese und halten sich nicht an die bestehenden Gesetze zum Schutz des Wettbewerbs und der Anleger im Kapitalmarkt, können die beiden Grundannahmen in Einzelfällen durchaus bestehen und der Wettbewerb im Sinne der Schadenstheorie gefährdet sein. Wichtig ist daher, dass die zuständigen Behörden sich der potenziellen Gefahr bewusst sind und das bestehende Recht auch durchsetzen. Eine engere Zusammenarbeit des Bundeskartellamts und der BaFin hinsichtlich der Kontrolle der Einwirkung auf die Portfo-

⁷⁴³ Siehe zu verschiedenen Vorschlägen *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 524 ff.

⁷⁴⁴ Siehe z. B. den Vorschlag von *Florstedt*, ZIP 2019, 1693, 1698.

liounternehmen und der Wahrung der Anlegerinteressen wäre wünschens- und erstrebenswert.⁷⁴⁵ Auf diese Weise kann sichergestellt werden, dass die zwei Grundannahmen der Schadenstheorie nicht vorliegen.

D. Blick in die Zukunft

Die Veränderung der Aktionärsstruktur weltweit operierender Großunternehmen wird die Rechts- und Wirtschaftswissenschaft noch länger beschäftigen. Diese Arbeit und die aktuelle ökonomische Forschung⁷⁴⁶ legen den Schluss nahe, dass nicht unbedingt indirekte Horizontalverflechtungen durch eine Verringerung des Wettbewerbs für Wohlfahrtverluste sorgen. Vielmehr könnte die veränderte Aktionärsstruktur mit vermehrt passiven Aktionären und ohne starke strategische Aktionäre die Ineffizienz des Managements und der Unternehmen steigern und zu Wohlfahrtsverlusten führen. Dem sollte mit weiterer Forschung nachgegangen werden.

Die kartellrechtliche Betrachtung indirekter Horizontalverflechtungen darf trotzdem nicht ganz beiseitegeschoben werden. Ähnliche Beteiligungsstrukturen finden sich auch abseits der börsennotierten Großunternehmen. Private Equity- und Venture Capital-Fonds investieren in kleine bis mittelgroße Unternehmen oder Startups, wodurch bei Mehrfachbeteiligungen innerhalb einer Branche ebenfalls indirekte Horizontalverflechtungen entstehen können. Weil sie üblicherweise stärker auf ihre Portfoliounternehmen Einfluss nehmen und häufig einen durch Knowhow getriebenen Branchenfokus haben, könnten die zwei Grundannahmen der Schadenstheorie bei ihnen gegeben sein. Erste Forschungsarbeiten zu Private Equity⁷⁴⁷ und Beteiligungen in der Fintech-Branche⁷⁴⁸ existieren bereits. Für weitere Forschung bietet diese Arbeit in methodischer und inhaltlicher Hinsicht eine Grundlage.

745 So auch Wambach/Weche, Wirtschaftsdienst 2019, 575, 581; Weche/Weck, EuZW 2020, 923, 928.

746 Antón/Ederer/Giné/Schmalz, 131 Journal of Political Economy 2023, 1294 ff.

747 Tzanaki, CPI Antitrust Chronicle October 2022, 20 ff.

748 Tzanaki/Alekseeva/Azar in: Stylianou/Iacovides/Lundqvist, Common Ownership in Fintech Markets, 2023, S. 83 ff.