

## Fünftes Kapitel: Theoretische Überprüfung der zwei Grundannahmen

Wie im Dritten Kapitel gezeigt, beruht die Schadenstheorie zu unilateralen Effekten durch indirekte Horizontalverflechtungen auf zwei Grundannahmen. Nach der ersten Grundannahme müssen die Portfoliounternehmen im Interesse des horizontal-diversifizierten Großaktionärs handeln, auch wenn damit unter Umständen ein Verlust oder eine Verringerung eigener Gewinne einhergehen. Nach der zweiten Grundannahme müssen horizontal-diversifizierte Großaktionäre aufgrund ihres Beteiligungsnetzwerks ein Interesse an einer Portfoliorendite im Sinne eines Gesamtbrancheninteresses haben. Beide Grundannahmen werden im folgenden Fünften Kapitel einer theoretischen Überprüfung unterzogen. Das Kapitel beginnt mit der Überprüfung der ersten Grundannahme über die Beeinflussung des Wettbewerbsverhaltens (dazu A.). Daran schließt sich die Untersuchung der zweiten Grundannahme über das Gesamtbrancheninteresse an (dazu B.).

### *A. Erste Grundannahme: Beeinflussung des Wettbewerbsverhaltens von Portfoliounternehmen*

Die erste Grundannahme geht davon aus, dass die Portfoliounternehmen sich im Interesse des gemeinsamen Anteilseigners verhalten. Diese Annahme widerspricht der Zielfunktion eines Unternehmens in der herkömmlichen Wirtschaftstheorie, wonach jedes Unternehmen nach der Maximierung seines eigenen Gewinns bzw. seines Unternehmenswerts strebt.<sup>417</sup> Um der herkömmlichen Zielfunktion gerecht zu werden, müsste das Unternehmen sich aktiv im Wettbewerb verhalten und versuchen, seinen Konkurrenten Marktanteile streitig zu machen. Handelt es hingegen im Sinne eines horizontal-diversifizierten Investors, würde es an einem Gesamtbrancheninteresse orientiert agieren und von Vorstößen im Wettbewerb absehen.

Im folgenden Teil des Fünften Kapitels wird daher der Frage nachgegangen, ob und auf welche Weise ein Investor die Zielfunktion und

---

417 Vgl. Schwalbe, WuW 2020, 130, 134.

damit das Wettbewerbsverhalten seines Portfoliounternehmens beeinflussen kann. Dem Untersuchungsgegenstand der Arbeit folgend, werden ausschließlich börsennotierte Aktiengesellschaften als Portfoliounternehmen und horizontal-diversifizierte Großaktionäre<sup>418</sup>, die keinen kontrollierenden Einfluss ausüben, als Investoren betrachtet. Zur Beantwortung der Frage müssen zunächst die Möglichkeiten eines Minderheitsaktionärs zur Beeinflussung des Managements der Aktiengesellschaft in seinem Interesse untersucht werden. Im Kern ergeben sich die Probleme aus der Trennung von Eigentum auf der Seite der Aktionäre und Kontrolle auf der Seite des Managements der Aktiengesellschaft (Prinzipal-Agent-Konflikt).<sup>419</sup> Es werden direkte Mechanismen, indirekte Mechanismen und die Auswirkungen reiner Passivität von horizontal-diversifizierten Großaktionären erörtert. Dabei müssen die Erkenntnisse des Vierten Kapitels über die verschiedenen Aktionäre einer Aktiengesellschaft berücksichtigt werden. Insbesondere müssen die Möglichkeiten der Beeinflussung für jede Gruppe von horizontal-diversifizierten Großaktionären als gemeinsamen Investoren bewertet werden. Ebenfalls zu erörtern sind rechtliche Grenzen der Beeinflussung aus verschiedenen Rechtsbereichen. Ein weiterer wesentlicher Punkt für die Beeinflussung des Wettbewerbsverhaltens des Portfoliounternehmens ergibt sich aus dem Zusammenwirken bzw. dem Wechselspiel zwischen den verschiedenen Aktionären.

## I. Direkte Einflussnahme

Einem Aktionär stehen verschiedene Rechte und sonstige Möglichkeiten zu, seine Interessen im Hinblick auf Ziel und Führung des Unternehmens gegenüber dem Management zu kommunizieren und durchzusetzen. Alle Rechte und sonstige Möglichkeiten, die einen direkten Einfluss auf das Wettbewerbsverhalten zulassen, können als direkte Einflussnahme bezeichnet werden. Sie werden ausschließlich unter dem Aspekt der Beeinflussung des Wettbewerbsverhaltens des Portfoliounternehmens beleuchtet. Innerhalb der direkten Einflussnahme kann zwischen formeller Einflussnahme, die sich aus den Rechten als Aktionär ergibt, und der informellen Einflussnahme mittels einfacher Kommunikation unterschieden werden. Un-

---

418 Zum Begriff siehe Viertes Kapitel B. IV.

419 Ausführlich zum Prinzipal-Agent-Konflikt in der Aktiengesellschaft siehe Winterhalder, Indexfonds in der Corporate Governance, 2022, S. 95 ff.

abhängig von der formellen oder informellen Prägung der Einflussnahme unterliegt sie rechtlichen Grenzen aus Kartell-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht.

## 1. Formelle Einflussnahme

Formelle Möglichkeiten der Einflussnahme ergeben sich aus den Rechten eines Aktionärs.

### a) Stimmrechtsausübung

Der wichtigste Einflusskanal für Aktionäre auf das Management der Aktiengesellschaft ist das Stimmrecht auf der Hauptversammlung. Der Gegenstand der Abstimmungen wird durch das nationale Gesellschaftsrecht vorgegeben.<sup>420</sup> Das deutsche Aktienrecht sieht in § 119 Abs. 1 AktG Abstimmungen unter anderem über die Bestellung und Entlastung von Aufsichtsratsmitgliedern, die Entlastung von Vorstandsmitgliedern, die Verwendung des Bilanzgewinns, das Vergütungssystem sowie über Kapitalmaßnahmen vor. Eine direkte Einflussnahme auf das operative Geschäft und das Wettbewerbsverhalten des Portfoliounternehmens kann mittels dieser Abstimmungen nicht erreicht werden, es sei denn, der Vorstand verlangt gemäß § 119 Abs. 2 AktG eine Entscheidung der Hauptversammlung über eine solche Frage der Geschäftsführung.<sup>421</sup> Der einzig denkbare Fall der direkten Einbringung von Interessen in das operative Geschäft über das Stimmrecht ist die Durchsetzung eines oder mehrerer Kandidaten aus dem eigenen Lager für den Aufsichtsrat, in dem diese dann Einfluss auf die Besetzung des Vorstands nehmen. Minderheitsaktionäre können aufgrund ihrer geringen Beteiligungshöhe jedoch nicht immer Aufsichtsräte durchsetzen oder verzichten sogar auf eigene Kandidaten.

Über die Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung ist jedoch ein indirekter Einfluss auf die allgemeine Unternehmenspolitik möglich.<sup>422</sup>

---

420 Zur Einflussnahme nach US-amerikanischem Gesellschaftsrecht siehe *Stratmann*, Indirekte Horizontalverflechtungen, 2024, S. 33 ff., 109 ff.

421 *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 441; *Schwalbe*, WuW 2020, 130; *Stratmann*, Indirekte Horizontalverflechtungen, 2024, S. 112.

422 *Schwalbe*, WuW 2020, 130, 134; *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 102.

So kann beispielsweise Vorständen und Aufsichtsräten die Entlastung gemäß § 120 AktG in der Abstimmung verweigert werden. Auch wenn an die Entlastung aufgrund der fehlenden Verzichtswirkung nach § 120 Abs. 2 AktG keine unmittelbare Rechtswirkung geknüpft ist, kommt ihr in der Praxis eine besondere psychologische Bedeutung zu.<sup>423</sup> Denn die Entlastungsentscheidung wird von Anteilseignern als Anknüpfungspunkt für Unmutsbekundungen gegenüber dem Management genutzt und erfährt eine überdurchschnittliche öffentliche Aufmerksamkeit.<sup>424</sup> Vorstände wie Aufsichtsräte „kämpfen“ daher regelrecht um ihre Entlastung, da ihnen andernfalls ein erheblicher Imageschaden droht.<sup>425</sup> Es ist daher zumindest naheliegend, dass sich das Management eines Unternehmens gut mit den Anteilseignern stellen will und deren Interessen berücksichtigt.<sup>426</sup> Dass die Interessenberücksichtigung so weit geht, dass die Manager das Portfolio ihrer Anteilseigner analysieren und die Wettbewerbsstrategie des Unternehmens danach ausrichten, darf jedoch bezweifelt werden.

Neben der Entlastung können Abstimmungen über Kapitalmaßnahmen indirekten Einfluss auf die Unternehmenspolitik im Hinblick auf das Wettbewerbsverhalten gegenüber Konkurrenten haben. Wenn zum Beispiel aufgrund großer Investitionen für die Erschließung eines neuen Geschäftsbereichs eine Kapitalerhöhung erforderlich ist, bedarf diese im gesetzlichen Regelfall des § 182 Abs. 1 AktG einen Mehrheitsbeschluss von mindestens drei Vierteln des anwesenden Grundkapitals. Ein oder mehrere horizontal-diversifizierte Großaktionäre könnten somit die Finanzierung eines wettbewerbslichen Vorstoßes in Geschäftsfelder von über sie verflochtenen Konkurrenzunternehmen durch eine Sperrminorität von einem Viertel verhindern.<sup>427</sup> Gleiches gilt für eine Einwirkung auf das Dividendenausschüttungsverhalten mittels der Abstimmung über die Verwendung des Bilanzgewinns gem. § 174 AktG, da dem Unternehmen auf diese Weise Finanzmittel entzogen werden, die es andernfalls für Investitionen in den Wettbewerb nutzen könnte.<sup>428</sup> Der Einfluss der Aktionäre ist jedoch im Vergleich zu

---

423 *Kubis* in: MüKoAktG, 2024, § 120 Rn. 2.

424 *Kubis* in: MüKoAktG, 2024, § 120 Rn. 2.

425 *Herrler* in: Grigoleit, Aktiengesetz Kommentar, 2020, § 120 Rn. 2; *Kubis* in: MüKoAktG, 2024, § 120 Rn. 2.

426 *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 102.

427 *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 102 f.

428 Vgl. *Azar/Schmalz/Tecu*, 73 *The Journal of Finance* 2018, 1513, 1553; *Hemphill/Kahan*, 129 *The Yale Law Journal* 2020, 1392, 1415 f.

Kapitalerhöhungen deutlich geringer, da sie durch ihre Billigung oder Verweigerung nur mittelbar Einfluss nehmen können.

## b) Sonstige Aktionärsrechte

Neben dem Stimmrecht im Rahmen der Hauptversammlung stehen Aktionären noch andere formelle Rechte zu, denen aber im Hinblick auf die Beeinflussung der Wettbewerbsstrategie des Unternehmens nur eine geringe Bedeutung beizumessen ist.<sup>429</sup> Zu nennen sind insbesondere das Recht nach § 122 Abs. 1 AktG, eine Hauptversammlung einzuberufen, und das Beschlussantragsrecht nach § 122 Abs. 2 AktG, das es ermöglicht, Ergänzungsverlangen auf die Tagesordnung der ordentlichen Hauptversammlung zu setzen. Diese Möglichkeiten werden in Deutschland jedoch primär von Kleinanlegern und nicht von Großaktionären wahrgenommen.<sup>430</sup> Außerdem steht den Aktionären gemäß § 126 Abs. 1 AktG ein Gegenantragsrecht zu, mit dem sie Gegenanträge zu Vorschlägen von Vorstand und Aufsichtsrat zu einem bestimmten Punkt auf der Tagesordnung der Hauptversammlung stellen können. Letztendlich fällt der Einfluss aufgrund all dieser Aktionärsrechte auf das Stimmrecht in der jeweiligen Hauptversammlung zurück, sodass es keiner weiteren Erläuterung dieser Rechte im Hinblick auf die Beeinflussung des Unternehmens bedarf. Das Auskunftsrecht gegenüber der Gesellschaft gemäß § 131 Abs. 1 AktG ermöglicht keinen Einfluss, sondern dient lediglich der Informationsbeschaffung, um die Aktionärsrechte (insbesondere das Stimmrecht) auf der Hauptversammlung wahrnehmen zu können.<sup>431</sup>

## 2. Informelle Einflussnahme

Neben den formellen, vom Aktienrecht vorgesehen Möglichkeiten der Einflussnahme, steht Aktionären der Weg der informellen Kommunikation mit dem Management offen. Der Aktionär kann dabei zwei Wege wählen: Er kann in eine bilaterale Kommunikation mit dem Management treten oder er kann öffentliche Erklärungen abgeben, die vom Management des Unternehmens wahrgenommen werden. Der entscheidende Unterschied dieser

---

429 So auch *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 113.

430 *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern, 2015, S. 132.

431 *Kersting* in: *Kölner Kommentar AktG*, 2023, § 131 Rn. 7.

informellen Einflussnahme zu den Instrumenten der formellen Einflussnahme ist, dass der Aktionär keine Folgen für das Management erzwingen kann. Daher kommt den Druckmitteln des Aktionärs zur Durchsetzung seiner kommunizierten Forderungen eine große Bedeutung zu.

#### a) Bilaterale Kommunikation

Möglichkeiten bilateraler Kommunikation zwischen Investor und Portfoliounternehmen bieten sich zu verschiedenen Anlässen. Dazu gehören insbesondere Einzel- und Gruppengespräche im Rahmen von Tagungen, Konferenzen und sog. „Roadshows“ sowie Interaktionen bei der Finanzberichterstattung. Gruppengespräche eignen sich aufgrund der beschränkten Zeit nur bedingt dazu, Detailfragen zur Unternehmensstrategie zu besprechen. Ähnliches gilt für Konferenzen und *Roadshows*. Der Zweck dieser Veranstaltungen ist die Bereitstellung einer Plattform für die Unternehmen, auf der sie für Investments bei Börsengängen oder Aktienplatzierungen werben, aber auch Kontaktpflege zu Investoren betreiben können.<sup>432</sup> Da bei diesen Treffen die Unternehmensstrategie des Managements und finanzielle Kennzahlen erörtert werden, entfällt der absolute Großteil der Redezeit auf die Vertreter des Unternehmens und nicht auf die Vertreter des Investors. Der Investor nimmt bei *Roadshows* einen eher passiven, zuhörenden Part ein. Im Mittelpunkt der *Roadshows* steht die Information des Investors. Vor diesem Hintergrund dürften die *Roadshow* für eine Einflussnahme auf die Wettbewerbsstrategie des Portfoliounternehmens kaum Bedeutung haben.

Sehr viel bedeutender sind Einzelgespräche außerhalb solcher Veranstaltungen, weil ihnen eine doppelte Funktion zukommt. Neben der Information des Investors dienen sie dem Investor vor allem auch als Kanal, eigene Vorstellungen über die Unternehmensführung außerhalb der Hauptversammlung zu kommunizieren.<sup>433</sup> Einzelgespräche finden als sog. „One-on-Ones“ mit Großaktionären und bedeutenden Analysten statt.<sup>434</sup> Es ist davon auszugehen, dass sie großen und einflussreichen Investoren jederzeit eingeräumt werden. Der Fokus der Gespräche liegt auf Themen,

---

432 Schlitt in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalinformation, 2020, § 6 Rn. 2, 25.

433 Vgl. Elhauge, 82 Ohio State Law Journal 2021, 1, 21 f.

434 Jäger, NGZ 2000, 186, 187.

die eine nachhaltige unternehmerische Strategie sowie die Entwicklung des Aktienkurses betreffen. Die Investoren geben etwa Empfehlungen zu Vergütungssystemen ab, wenn die Vorstandsvergütungen aus ihrer Sicht nicht wettbewerbsfähig oder exzessiv sind.<sup>435</sup> Außerdem wird die Qualifikation von Aufsichtsräten und die Zeit, die diese für ihr Mandat aufbringen können, adressiert.<sup>436</sup> Auch Umwelt- und Klimaschutzaspekte werden häufig angesprochen.<sup>437</sup>

Über die Adressierung des operativen Geschäfts oder gar der Wettbewerbsstrategie durch Investoren in der Kommunikation zwischen Aktionär und Management ist wenig bekannt. Es existiert aber ein Fall, der als anekdotische Evidenz zumindest für die theoretische Möglichkeit spricht. So kritisierte ein Vertreter eines großen Vermögensverwalters bei einer Quartalsfinanzberichterstattung einer großen US-amerikanischen Fluggesellschaft, dass diese ihre Kapazitäten an den Drehkreuzen von Konkurrenzfluggesellschaften aufgestockt habe. Er sah in diesen Wettbewerbsvorstößen eine Gefährdung des Aktienkurses. Das Management ging darauf in der Folge nicht ein.<sup>438</sup> Es kann nur gemutmaßt werden, ob dieser Äußerung ein Brancheninteresse aufgrund der Beteiligungen an den konkurrierenden Fluggesellschaften oder die Sorge vor einem ruinösen Verhalten der konkreten Fluggesellschaft zugrunde lag.

Aufgrund der fehlenden Transparenz der Gespräche lassen sich nur schwer belastbare Aussagen zur Relevanz der Besprechung von Wettbewerbsstrategien im Rahmen der bilateralen Kommunikation treffen. Die Möglichkeit einer solchen Einflussnahme besteht. Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass auch die informellen Treffen durch verschiedene rechtliche Grenzen stark reglementiert sind. Den Investoren können bei einer unsachgemäßen und unter Umständen rechtswidrigen Einflussnahme zumindest bei einer Aufdeckung erhebliche Reputationsverluste oder empfindliche Bußgelder drohen.<sup>439</sup> Darauf wird im Rahmen der rechtlichen Grenzen und der Bewertung zurückzukommen sein.

---

435 Vgl. *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 448.

436 *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 448.

437 Hell, NZG 2019, 338, 341.

438 Azar/Schmalz/Tecu, 73 *The Journal of Finance* 2018, 1513, 1555.

439 Hemphill/Kahan, 129 *The Yale Law Journal* 2020, 1392, 1434.

## b) Öffentliche Erklärungen

Eine weitere Möglichkeit zur Beeinflussung der Unternehmen besteht in der Abgabe öffentlicher Erklärungen, in denen Aktionäre beispielsweise ihre Ansicht über die wünschenswerte Unternehmensstrategie kundtun. Insbesondere aktivistische Investoren machen von dieser Möglichkeit Gebrauch, um die öffentliche Wahrnehmung und Stimmung gegenüber dem Unternehmen zum Beispiel durch Pressekampagnen in ihrem Sinne zu beeinflussen.<sup>440</sup> Aber auch große Vermögensverwalter wenden sich in öffentlichen Rundschreiben an ihre Portfoliounternehmen.<sup>441</sup> Dass in öffentlicher Kommunikation die Wettbewerbsstrategie in Richtung einer Branchenstrategie zulasten der Produktabnehmer beeinflusst wird, ist jedoch unrealistisch. Öffentlichen Erklärungen kann allenfalls ein Gewicht als Druckmittel zukommen.

## c) Druckmittel

Jede Kommunikation über Wettbewerbsstrategien vom Investor an das Portfoliounternehmen ist wertlos, wenn das Unternehmensmanagement sie nicht berücksichtigt. Rechtsmittel zur Durchsetzung von geäußerten Forderungen stehen dem Investor nicht zur Verfügung. Er kann seinen Forderungen jedoch durch die Ausübung von Druck auf das Management Gewicht verleihen.<sup>442</sup> Von entscheidender Bedeutung ist daher, welche wirksamen Druckmittel einem Investor zur Verfügung stehen.

## aa) Veräußerung von Aktien

An erster Stelle steht die Möglichkeit des Anteilsverkaufs bzw. dessen Androhung oder der Nichterwerb (weiterer) Aktien. Die Aktienposition eines Großaktionärs ist im Regelfall so groß, dass sich ihr Verkauf negativ auf den Aktienkurs auswirken würde. Da das Management eines Unternehmens regelmäßig auch am Aktienkurs gemessen und vergütet wird, kann auf diese Weise Druck auf das Management ausgeübt und dessen Anreize beeinflusst

---

440 Graßl/Nikoleyczik, AG 2017, 49, 53.

441 Monopolkommission, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 448.

442 Bassler, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern, 2015, S. 230.



werden.<sup>443</sup> Der Effekt kann sich bei einflussreichen Investoren noch dadurch verstärken, dass die Entscheidung zum Anteilsverkauf von anderen Investoren wahrgenommen wird und diese ebenso zu einem Anteilsverkauf verleiten könnte.

Der Effekt des Anteilsverkaufs auf das Management eines Unternehmens ist nicht zu unterschätzen. Das Druckmittel steht jedoch nur Investoren zur Verfügung, die ihre Investments aktiv auswählen können. Damit entfällt es für die größten horizontal-diversifizierten Großaktionäre, die in erster Linie passive, einen Index nachbildende Portfolios verwalten.<sup>444</sup>

#### bb) Öffentliche Kritik

Ebenso könnten die bereits erwähnten öffentlichen Erklärungen als Druckmittel in Frage kommen. Denn je nach Einfluss des Investors kann eine öffentlich geäußerte Kritik durchaus eine beeinflussende Wirkung auf den Aktienkurs haben. Dafür muss sie aber stichhaltig sein. Eine Kritik an zu starkem Wettbewerb mit den Konkurrenzunternehmen wird diese Auswirkung kaum erzielen. Ebenso ist eine solche öffentlich geäußerte Kritik am Wettbewerbsverhalten sehr unwahrscheinlich. Möglich erscheint aber eine Kritik, die indirekt auf ein Wettbewerbsverhalten zielt, ohne ausdrücklich weniger Wettbewerb einzufordern. So könnten zum Beispiel Expansionspläne aufgrund zu hoher Kosten oder Zweifel an der Wirtschaftlichkeit öffentlich in Frage gestellt werden. Öffentliche Kritik als Druckmittel auf das Management eignet sich somit nur, wenn dem Management ein Fehlverhalten oder fehlerhafte Unternehmensführung vorgeworfen werden kann.

#### cc) Karriere der Manager

Öffentliche Kritik kann nicht nur den Aktienkurs des Portfoliounternehmens beeinflussen, sie kann, wenn sie gegen die Person eines Managers gerichtet ist, auch negativ auf dessen Karriereaussichten wirken. Horizontal-diversifizierte Großaktionäre können als wichtige Aktionäre Einfluss auf die Dauer der Beschäftigung eines Managers im Portfoliounternehmen und

---

443 Azar/Schmalz/Tecu, 73 *The Journal of Finance* 2018, 1513, 1556; siehe hierzu auch Fünftes Kapitel A. II. 1.

444 Azar/Schmalz/Tecu, 73 *The Journal of Finance* 2018, 1513, 1556.

somit auf dessen Karriere nehmen, indem sie sich gegen die Verlängerung des Mandats einsetzen.<sup>445</sup> Auch der Einfluss von horizontal-diversifizierten Großaktionären auf dem Arbeitsmarkt für zukünftige Beschäftigungen kann Auswirkungen auf das Handeln der Manager haben. Möchten diese zum Beispiel auf eine besser dotierte Stelle bei einem anderen börsennotierten Unternehmen wechseln, begegnen sie dort den gleichen horizontal-diversifizierten Großaktionären. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Anstellung von diesen horizontal-diversifizierten Großaktionären unterstützt wird, steigt, wenn sie vorher in deren Interesse gehandelt haben.<sup>446</sup>

Dieses Druckmittel ist bei US-amerikanischen Aktiengesellschaften aufgrund des monistischen Systems, in dem das von den Gesellschaftern gewählte „Board of Directors“ das alleinige Leitungsorgan bildet, gewichtiger als bei deutschen Aktiengesellschaften. Im dualistischen System der deutschen Aktiengesellschaft können die Aktionäre den Vorstand nicht direkt wählen, sondern nur in den Grenzen des § 119 Abs. 1 AktG den Aufsichtsrat, der dann seinerseits gemäß § 84 Abs. 1 AktG den Vorstand bestimmt. Damit entscheiden die Aktionäre nicht direkt über eine Verlängerung der Anstellung einzelner Vorstandsmitglieder. Hinzu tritt, dass die Aktionäre im Anwendungsbereich des Mitbestimmungsgesetzes gemäß § 96 Abs. 1 AktG sogar nicht einmal den Aufsichtsrat vollständig besetzen können, sondern ebenfalls Vertreter der Arbeitnehmer Teil des Aufsichtsrats sind. Trotzdem kann die Verweigerung der Entlastung auf der Hauptversammlung und das dadurch leidende Ansehen Auswirkungen auf die Karriere der Manager haben.<sup>447</sup>

### 3. Rechtliche Grenzen

Die direkte Einflussnahme von Investoren unterliegt rechtlichen Grenzen. Jeder Versuch der Beeinflussung des Wettbewerbsverhaltens muss sich in erster Linie am Kartellrecht, aber auch am Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht messen lassen.

---

445 Siehe hierzu ausführlich *Fos/Tsoutsoura*, 114 *Journal of Financial Economics* 2014, 316 ff.

446 *Schwalbe*, WuW 2020, 130, 135.

447 So auch *Seitz*, *Common Ownership im Wettbewerbsrecht*, 2020, S. 101.

a) Kartellrecht

Jede Einwirkung auf das Wettbewerbsverhalten der Portfoliounternehmen unterliegt dem Kartellverbot des Art. 101 AEUV bzw. § 1 GWB, wonach Vereinbarungen zwischen Unternehmen, Beschlüsse von Unternehmensvereinigungen und aufeinander abgestimmte Verhaltensweisen, die eine Verhinderung, Einschränkung oder Verfälschung des Wettbewerbs bezwecken oder bewirken, verboten sind. Die Grenzen aus Art. 101 AEUV und § 1 GWB werden im Folgenden aufgrund der weitgehenden Angleichung von § 1 GWB an das europäische Recht parallel erörtert.<sup>448</sup> Das Kartellverbot entfaltet seine Wirkung sowohl im „vertikalen“ Verhältnis zwischen Investor und Portfoliounternehmen als auch im horizontalen Verhältnis zwischen den Portfoliounternehmen eines Investors.

aa) Kartellverbot im Verhältnis zwischen Investor und Portfoliounternehmen

Die Beziehung zwischen Investor und Portfoliounternehmen unterfällt nicht dem Konzernprivileg, da bei den für indirekte Horizontalverflechtungen typischen, nichtkontrollierenden Beteiligungen im einstelligen Prozentbereich nicht von einem herrschendem und einem beherrschten Unternehmen ausgegangen werden kann. Darüber hinaus ist das Kartellverbot in seiner Anwendbarkeit nicht auf im Wettbewerb miteinander stehende Unternehmen beschränkt.<sup>449</sup> Daher ist es auch auf das Verhältnis zwischen Investor und Portfoliounternehmen anwendbar, das man strukturell als „vertikales“ Verhältnis bezeichnen kann, auch wenn unter einem vertikalen Verhältnis typischerweise die Verbindung von Unternehmen über eine vor- oder nachgelagerte Marktstufe und nicht über eine Unternehmensbeteiligung gemeint ist.<sup>450</sup>

Unmittelbare Folge der Anwendbarkeit des Kartellverbots im Verhältnis zwischen Investor und Portfoliounternehmen ist, dass alle Vereinbarungen oder abgestimmte Verhaltensweisen zwischen ihnen verboten sind, die eine Wettbewerbsbeschränkung bezwecken oder bewirken. Eine Vereinbarung im Sinne des Art. 101 AEUV und § 1 GWB liegt vor, wenn die Parteien

---

448 Zimmer in: Immenga/Mestmäcker, 2024, § 1 GWB Rn. 8.

449 Zimmer in: Immenga/Mestmäcker, 2024, § 1 GWB Rn. 8.

450 Vgl. Seitz, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 147.

ihren gemeinsamen Willen zum Ausdruck bringen, sich auf dem Markt in einer bestimmten Weise zu verhalten.<sup>451</sup> Auch eine einseitige Anweisung des Investors an sein Portfoliounternehmen, im Wettbewerb mit anderen Portfoliounternehmen Zurückhaltung zu üben, ist als Vereinbarung zu werten, wenn das Portfoliounternehmen die Weisung in stillschweigender Zustimmung umsetzt oder durch sonstiges schlüssiges Verhalten eine Zustimmung erkennen lässt.<sup>452</sup> In der deutschen Anwendungspraxis werden einseitige Maßnahmen teilweise noch weitgehender als Vereinbarung aufgefasst.<sup>453</sup> So soll schon die nachdrückliche und wiederkehrende Thematisierung der unverbindlichen Preisempfehlung durch die passive Druckausübung eine Vereinbarung darstellen.<sup>454</sup> Aufgrund der oben beschriebenen Druckmittel, die Investoren zustehen, wäre die Kommunikation eines gewünschten Wettbewerbsverhaltens damit vergleichbar. Vereinbarungen mit einem solchen Inhalt sind als Wettbewerbsbeschränkung im Sinne des Art. 101 AEUV und § 1 GWB zu qualifizieren, weil das Portfoliounternehmen in seiner Freiheit, sein künftiges Marktverhalten selbständig zu bestimmen, eingeschränkt wird. Auswirkungen zeigt die Vereinbarung auf dem Markt im horizontalen Verhältnis zwischen dem Portfoliounternehmen und den übrigen Portfoliounternehmen.<sup>455</sup> Die Grenze zu Vereinbarungen im horizontalen Verhältnis zwischen den Portfoliounternehmen ist daher fließend.

#### bb) Kartellverbot im Verhältnis zwischen Portfoliounternehmen

Im horizontalen Verhältnis zwischen den Beteiligungsunternehmen können explizite Absprachen eine Vereinbarung und ein Informationsaustausch über den gemeinsamen Investor eine abgestimmte Verhaltensweise im Sinne des Art. 101 AEUV und § 1 GWB begründen.

Ohne Zweifel vom Kartellverbot untersagt sind explizite Absprachen über eine Wettbewerbsbeschränkung zwischen den Portfoliounternehmen über ihren gemeinsamen Investor als Moderator des Kartells. Es handelt

---

451 *Grave/Nyberg* in: Loewenheim/Meessen/Riesenkampff/Kersting/Meyer-Lindemann, 2020, Art. 101 Abs. 1 AEUV Rn. 195.

452 *Zimmer* in: Immenga/Mestmäcker, 2025, Art. 101 Abs. 1 Rn. 80.

453 *Zimmer* in: Immenga/Mestmäcker, 2024, § 1 GWB Rn. 37.

454 BkArtA, 25.9.2009, Az. B3-123/08, WuW/E DE-V 1813, 1817 Rn. 52 f. – *Kontaktlinsen*; kritisch zu dieser Entscheidung *Möschel*, WuW 2010, 1229, 1233 ff.

455 Siehe ausführlich zur Wettbewerbsbeschränkung *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 148.

sich um sog. „Hub and Spoke“-Kartelle oder Sternverträge.<sup>456</sup> Der Übergang dieser Konstellation zu der zuvor beschriebenen vertikalen Anweisung eines Investors ist fließend, wenn die gleichen Anweisungen an alle Portfoliounternehmen übermittelt werden.

Auch der Informationsaustausch über den gemeinsamen Investor im Rahmen bilateraler Gespräche kann als abgestimmte Verhaltensweise von Art. 101 AEUV und § 1 GWB erfasst sein.<sup>457</sup> Entscheidend dafür ist, dass es sich um strategische Informationen handelt, die geeignet sind, die Unsicherheit im Markt als wettbewerbstypisches Risiko zu verringern.<sup>458</sup> Berücksichtigen die Portfoliounternehmen diese Informationen bei ihrem Marktverhalten, liegt ein Verstoß gegen Art. 101 AEUV oder § 1 GWB vor. Die Berücksichtigung der Information wird dabei vermutet.<sup>459</sup> Eine Abstimmung kann auch mittels eines Informationsaustauschs über öffentliche Veranstaltungen wie den sog. „Earning Calls“ zur Finanzberichterstattung herbeigeführt werden.<sup>460</sup> In dieser Konstellation spielt der gemeinsame Investor der Portfoliounternehmen aber keine Rolle. Er ist lediglich Adressat der Veranstaltung. Greifen die Wettbewerber die Informationen dort direkt ab, handelt es sich nicht um ein originäres Problem von indirekten Horizontalverflechtungen.

## b) Gesellschaftsrecht

Das deutsche Gesellschaftsrecht in Form des Aktienrechts setzt der Beeinflussung einer Aktiengesellschaft durch einen Aktionär in erster Linie zwei Grenzen. Zum einen müssen die Aktionäre die aktienrechtliche Treuepflicht wahren, zum anderen muss die Aktiengesellschaft das Gleichbehandlungsgebot beachten.

---

456 Stockenhuber in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, 2023, Art. 101 AEUV Rn. 100.

457 Zimmer in: Immenga/Mestmäcker, 2025, Art. 101 Abs. 1 AEUV Rn. 104.

458 Zimmer in: Immenga/Mestmäcker, 2025, Art. 101 Abs. 1 AEUV Rn. 94 f.

459 EuGH, 8.7.1999, Rs. C-49/92 P, ECLI:EU:C:1999:356, Rn. 121 – *Anic Partecipazioni*; EuGH, 4.6.2009, Rs. C-8/08, ECLI:EU:C:2009:343, Rn. 51 – *T-Mobile Netherlands*.

460 Ausführlich zu den Konstellationen des Informationsaustauschs Seitz, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 152 ff.

aa) Aktienrechtliche Treuepflicht

Die aktienrechtliche Treuepflicht ist eine Ausprägung der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht, die als rechtsformübergreifendes Prinzip des Verbandsrechts allgemein anerkannt ist.<sup>461</sup> Inhaltlich begründet sie für die Aktionäre die Verpflichtung, auf die Interessen der Gesellschaft und auf die gesellschaftsbezogenen Interessen der Mitaktionäre angemessen Rücksicht zu nehmen.<sup>462</sup> Ein Aktionär darf also weder die Gesellschaft, noch die anderen Aktionäre gesellschaftsbezogen schädigen.

Eine Beeinflussung des Wettbewerbsverhaltens kann eine Verletzung der Treuepflicht darstellen. Es kommt allerdings im Einzelfall darauf an, ob sich die Einwirkung nachteilig auf die Gewinn- und Entwicklungsmöglichkeiten des Portfoliounternehmens auswirkt. Dies muss nicht immer so sein, da die Gesellschaft etwa auch von suprakompetitiven Preisen profitieren könnte.<sup>463</sup> Im Regelfall wird das Absehen von Wettbewerb zulasten der Konkurrenten jedoch eindeutig nachteilig für das Portfoliounternehmen wirken, da auf die Erschließung von Marktanteilen und die durch das Wachstum möglichen Gewinne verzichtet wird. Das könnte zum Beispiel bei einer Verhinderung des Markteintritts eines Generikaherstellers nach Ablauf der Schutzdauer eines patentierten Medikaments der Fall sein. Für einen gemeinsamen Aktionär von Originalhersteller und Generikahersteller wäre es vorteilhaft, der Generikahersteller unterließe den Markteintritt, damit der Originalhersteller weiter Monopolgewinne erwirtschaften kann, von denen der gemeinsame Aktionär übermäßig profitieren würde. Gleichzeitig würde aber der Generikahersteller eine Möglichkeit zur Gewinnerwirtschaftung verstreichen lassen, die sich nachteilig auf seine Geschäftsentwicklung auswirken würde.<sup>464</sup> Für die Gesellschaft sowie die übrigen Aktionäre, die nicht ebenfalls am Originalhersteller beteiligt sind, wäre ein solches Verhalten des gemeinsamen Aktionärs schädlich und würde die aktienrechtliche Treuepflicht verletzen.<sup>465</sup> Der Verstoß gegen die Treuepflicht begründet eine Schadensersatzpflicht gegenüber der Gesellschaft und den anderen Aktionären, wie § 117 Abs. 1 AktG ausdrücklich festschreibt.<sup>466</sup>

---

461 Götze in: MüKoAktG, 2024, Vor § 53a Rn. 22.

462 BGH, I.2.1988, Az. II ZR 75/87, NJW 1988, 1579, 1581 – *Linotype*.

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

464 Beispiel von *Hemphill/Kahan*, 129 The Yale Law Journal 2020, 1392, 1402 f.

465 Vgl. *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 437.

466 Götze in: MüKoAktG, 2024, Vor § 53a Rn. 68.

Einer vergleichbaren Treuepflicht unterliegen Aktionäre ebenfalls in anderen Rechtsordnungen mit entwickeltem Aktiengesellschaftsrecht (wie zum Beispiel den USA).<sup>467</sup>

## bb) Gleichbehandlungsgebot

Das Gleichbehandlungsgebot des § 53a AktG adressiert nicht die Aktionäre, sondern die Aktiengesellschaft selbst. Es ist eine Ausprägung der zuvor erläuterten aktienrechtlichen Treuepflicht.<sup>468</sup> Demnach sind Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung der Gesellschaft verpflichtet, die Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln.<sup>469</sup> Bei einem Portfoliointeresse eines horizontal-diversifizierten Großaktionärs handelt es sich um ein Partikularinteresse, dem grundsätzlich kein Vorzug gegenüber den Interessen der anderen Aktionäre eingeräumt werden darf.<sup>470</sup> Der Verzicht auf Wettbewerbsvorstöße und Geschäftschancen zur Schonung von anderen Portfoliogesellschaften eines horizontal-diversifizierten Großaktionärs ist daher unzulässig.<sup>471</sup> Das Management darf lediglich nach dem Shareholder-Value-Ansatz die unter Umständen anders gearteten Interessen diversifizierter institutioneller Investoren bei der Entscheidungsfindung zur Investitions-, Finanzierungs- oder Ausschüttungspolitik berücksichtigen, da dies nicht eine Veränderung des Wettbewerbsverhaltens, sondern die Ausrichtung des Unternehmens innerhalb seiner Zielvorgabe der eigenen Wertentwicklung betrifft.<sup>472</sup>

Zum Gleichbehandlungsgebot gehört auch das Gebot informationeller Gleichbehandlung, das durch Investorengespräche berührt wird. Zwar liegen Einzelgespräche mit wichtigen Investoren im Unternehmensinteresse und sind daher grundsätzlich (innerhalb der insiderrechtlichen Grenzen) zulässig. Mittlerweile wird aber diskutiert, ob die tatsächliche Praxis der Investorenkontakte nicht über die Grenzen des Zulässigen im Rahmen des

---

467 *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 437.

468 Götze in: *MüKoAktG*, 2024, § 53a Rn. 4.

469 Götze in: *MüKoAktG*, 2024, § 53a Rn. 5.

470 *Weber/Kebekus*, ZHR 2020, 324, 352; *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 463.

471 *Weber/Kebekus*, ZHR 2020, 324, 361.

472 *Weber/Kebekus*, ZHR 2020, 324, 353, 361.

§ 53a AktG hinausgeht.<sup>473</sup> Jedenfalls besteht ein Nachinformationsrecht der übrigen Aktionäre gemäß § 131 Abs. 4 AktG.

### c) Kapitalmarktrecht

Schließlich begrenzt das Kapitalmarktrecht über das Insiderrecht den Informationsfluss zwischen der Aktiengesellschaft und den Anteilseignern. Informationen über das Wettbewerbsverhalten eines börsennotierten Unternehmens sind geeignet, den Börsenkurs der Aktien des Unternehmens zu beeinflussen.<sup>474</sup> Es handelt sich daher bei solchen Informationen um Insiderinformationen gemäß Art. 7 Abs. 1 lit. a) MMVO<sup>475</sup>, sodass die Vorschriften der MMVO beachtet werden müssen. Dazu gehören insbesondere Art. 8 (Insidergeschäfte), Art. 10 (unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen) und Art. 12 (Marktmanipulation) i.V.m. Art. 14 MMVO.<sup>476</sup> Informationen zum Wettbewerbsverhalten können nicht ohne weiteres mit einem Aktionär geteilt werden. Wenn sie in Übereinstimmung mit den einschlägigen Normen weitergegeben werden, muss sie zumindest zeitgleich gemäß Art. 17 Abs. 1 MMVO veröffentlicht werden.

## 4. Bewertung für die Gruppen der horizontal-diversifizierten Großaktionäre

Die direkte Einflussnahme eines Investors auf ein Portfoliounternehmen beschränkt sich nicht auf eine der vorgestellten Möglichkeiten. In der Realität wird vielmehr eine Mischung aus verschiedenen Kanälen zu beobachten sein. Nicht für jeden horizontal-diversifizierten Großaktionär bieten sich die gleichen Kanäle für eine aktive Einflussnahme an. Manche scheiden von vornherein aus. Die Bewertung ist daher für die drei wichtigsten Gruppen der horizontal-diversifizierten Großaktionäre getrennt vorzunehmen.

---

<sup>473</sup> Koch, AktG, 2025, § 53a Rn. 7.

<sup>474</sup> Monopolkommission, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 434, 466; Seitz, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 48, 121.

<sup>475</sup> Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission („MMVO“), ABl. 2014 L 173, 1.

<sup>476</sup> Monopolkommission, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 434 Fn. 179.



a) Vermögensverwalter

Vermögensverwalter nehmen die ihnen für eine direkte Einflussnahme zur Verfügung stehenden Instrumente wahr. Sie stimmen regelmäßig auf den Hauptversammlungen ihrer Portfoliounternehmen ab und kommunizieren direkt mit dem Management.

Wie bereits bei der Stimmrechtsübung angesprochen, ermöglicht die Abstimmung auf der Hauptversammlung jedoch keine direkte Einflussnahme auf das operative Geschäft. Es kann bestenfalls auf die allgemeine Unternehmenspolitik eingewirkt werden. Dabei darf der Einfluss von Vermögensverwaltern aber nicht allein aufgrund seiner geringen prozentualen Beteiligung am Unternehmen unterschätzt werden. Viele große Aktiengesellschaften befinden sich zu großen Teilen in Streubesitz, sodass ein wichtiger Vermögensverwalter trotzdem größter Anteilseigner sein kann.<sup>477</sup> Wegen zu erwartender Interessenkonflikte stellen große institutionelle Investoren wie Vermögensverwalter jedoch keine eigenen Kandidaten zur Wahl in den Aufsichtsrat auf.<sup>478</sup> Das Abstimmungsverhalten wird bei den meisten Vermögensverwaltern über eine interne zentralisierte Abteilung gesteuert.<sup>479</sup> Diese arbeitet Empfehlungen oder Richtlinien für die Abstimmung aus. Häufig wird die Abstimmung auch auf Stimmrechtsberater ausgelagert.<sup>480</sup>

Die informelle Einflussnahme durch direkte Kommunikation oder öffentliche Erklärungen bietet Vermögensverwaltern eine im Vergleich zu Stimmrechtsausübung zielgerichtete Möglichkeit zur Einwirkung auf das Portfoliounternehmen. Allerdings steht der Anteilsverkauf nicht allen Vermögensverwaltern als Druckmittel zur Verfügung. Es entfällt für die größten Vermögensverwalter, die in erster Linie passive, einen Index nachbildende Portfolios verwalten.<sup>481</sup>

Ebenfalls gegen eine Einflussnahme von Vermögensverwaltern auf das Portfoliounternehmen spricht das aus ihrer Sicht schlechte Verhältnis von Kosten zu Ertrag. Weil sie die Kosten für die Kontrolle und die Einflussnahme auf ihre Portfoliounternehmen voll tragen, aber nur zu einem geringen Anteil über ihre Gebühren an der Wertsteigerung des

---

477 Schwalbe, WuW 2020, 130, 133.

478 Monopolkommission, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 435.

479 Hemphill/Kahan, 129 The Yale Law Journal 2020, 1392, 1422.

480 Siehe ausführlich zur Rolle der Stimmrechtsberater in der Corporate Governance Hauber, Der Stimmrechtsberater, 2020.

481 Azar/Schmalz/Tecu, 73 The Journal of Finance 2018, 1513, 1556.

Portfoliounternehmens profitieren, verfallen sie in einen Zustand der rationalen Apathie.<sup>482</sup> Sie sehen sich dem praktischen Problem gegenüber, dass sie eine immense Anzahl an Beteiligungen verwalten. Bei den großen Vermögensverwaltern handelt es sich um tausende Beteiligungen. Allein aus der Auflage eines Indexfonds auf den MSCI World-Index ergeben sich bei physischer Replikation für den Vermögensverwalter Beteiligungen an etwa 1600 Aktiengesellschaften aus den Industrieländern.<sup>483</sup> Bei einer solchen Anzahl an Beteiligungen lässt sich eine (gezielte) Einflussnahme auf die Portfoliounternehmen nur mittels eines großen Personaleinsatzes erreichen, der aber dem Ziel eines Vermögensverwalters widerspricht, möglichst kostensparend zu arbeiten. Dies gilt insbesondere für Anbieter von ETFs, die auf Aktienindizes beruhen, da bei diesen Finanzprodukten die Kosten mangels Unterschiede in der Performance der Hauptwettbewerbsparameter sind. Die Konkurrenten der Vermögensverwalter würden in gleicher Weise von einer Einflussnahme auf das Portfoliounternehmen profitieren. Um dieses Problem zu lösen, wählen die großen Vermögensverwalter häufig einen „*One size fits all*“-Ansatz. Das heißt, sie üben ihre formellen Möglichkeiten zur Einflussnahme nur standardisiert aus, indem sie Richtlinien zur Abstimmung zentral erarbeiten und ihre Stimmrechte zumeist gleichförmig ausüben.<sup>484</sup> Auch bezüglich der informellen Einflussnahme liegt es nahe, dass Vermögensverwalter sich aufgrund der genannten Anreize passiv verhalten.<sup>485</sup> Außerdem legen Studien nahe, dass der Einfluss von Investoreninteressen auf Managementanreize nur gering sein könnte.<sup>486</sup>

Zuletzt drohen einem Vermögensverwalter Bußgeld- und Reputationsrisiken, wenn die Einflussnahme gegen die aufgezeigten rechtlichen Grenzen verstößt. Vor dem beschriebenen Hintergrund, dass der Vermögensverwalter nur in geringem Maße an der Wertsteigerung partizipiert, überwiegen diese Risiken die Gewinnmöglichkeiten deutlich, sodass eine Einflussnahme auf das Wettbewerbsverhalten auch deshalb unwahrscheinlich erscheint.

---

482 *Bebchuk/Cohen/Hirst*, 31 *Journal of Economic Perspectives* 2017, 89, 91, 96 f.

483 MSCI World Index Factsheet, abrufbar unter <https://www.msci.com/documents/10199/149ed7bc-316e-4b4c-8ea4-43fcb5bd6523> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

484 *Lund*, 43 *Journal of Corporation Law* 2017, 493, 516.

485 *Bebchuk/Hirst*, 119 *Columbia Law Review* 2019, 2029, 2130.

486 *Gilje/Gormley/Levit*, 137 *Journal of Financial Economics* 2020, 152 ff.

## b) Staatsfonds

Bei Staatsfonds muss zwischen Generationenfonds und Entwicklungsfonds unterschieden werden. Generationenfonds haben aufgrund der breiten Diversifikation wie Vermögensverwalter praktische Schwierigkeiten bei der Umsetzung einer zielgerichteten Einflussnahme auf das Wettbewerbsverhalten ihrer Portfoliounternehmen. Der einzige Unterschied zu Vermögensverwaltern liegt darin, dass sie voll an der Wertsteigerung partizipieren. Trotzdem erscheint aufgrund der hohen Kosten und Risiken eine Einflussnahme auf das Wettbewerbsverhalten nicht besonders wahrscheinlich.

Anders ist die Gefahr einer Einflussnahme bei Entwicklungsfonds zu bewerten. Sie halten häufig eine überschaubarere Anzahl an Beteiligungen und sind politischen Interessen unterworfen. Somit ließe sich bei ihnen durchaus eine zielgerichtete Wettbewerbsstrategie entwerfen.

## c) Beteiligungsgesellschaften

Beteiligungsgesellschaften halten zumeist nur wenige Beteiligungen. Dadurch wäre die Entwicklung einer gemeinsamen Wettbewerbsstrategie möglich. Da sie auch vollständig von der Wertsteigerung profitieren, scheint von ihnen die größte Gefahr für eine Einflussnahme auf das Wettbewerbsverhalten ihrer Portfoliounternehmen auszugehen.

## II. Indirekte Einflussnahme

Investoren stehen darüber hinaus Wege zur Verfügung, das Wettbewerbsverhalten eines Unternehmens auch ohne einen direkten Einfluss oder eine direkte Kommunikation zu beeinflussen. Zu diesen Möglichkeiten der indirekten Einflussnahme gehören die Anreizsteuerung des Managements des Portfoliounternehmens über das Vergütungssystem und die Förderung von im Wettbewerb defensiv auftretenden Managern.

### 1. Vorstandsvergütung

Vergütungssysteme sind ein wichtiger Einflusskanal der Anteilseigner auf die Unternehmensführung, um deren Verhalten in ihrem Sinne zu len-

ken.<sup>487</sup> Abhängig von der Zielfunktion des Unternehmens, kann das Vergütungssystem unterschiedlich ausgestaltet werden: Soll der Gewinn des Unternehmens maximiert werden, müsste sich die Vergütung an der relativen Performance im Vergleich zu den Konkurrenzunternehmen orientieren.<sup>488</sup> Der Vorstand würde in diesem Fall von einem aggressiven Wettbewerbsverhalten profitieren, weil er durch den Gewinn von Marktanteilen den Wert seines Unternehmens steigern und den der anderen Unternehmen verringern würde. Soll der gemeinsame Gewinn aller Portfoliounternehmen wachsen, wäre eine Vergütung sinnvoll, die an das Ergebnis aller Unternehmen der Branche gekoppelt ist.<sup>489</sup> Jedoch läuft die Kopplung der Vergütung an die Wertentwicklung von Konkurrenzunternehmen den Unternehmensinteressen zuwider, weil sie nicht die anstellende Aktiengesellschaft als alleinigen Bezugspunkt wählt. Ein solches Anreizsystem in der Vergütung stellt einen Verstoß gegen § 87 Abs.1 AktG dar.<sup>490</sup> Eine direkte Bindung der Vergütung an den Erfolg der gesamten Branche ist daher nicht möglich. Allein der Verzicht auf relative Vergütungskomponenten könnte jedoch schon dazu führen, dass weniger Wettbewerbsanreize für den Vorstand gesetzt werden, weil dieser von Vergütungen anhand absoluter Kriterien wie dem Aktienkurs auch profitiert, wenn die Aktienkurse aller Unternehmen der Branche steigen.<sup>491</sup> Studien weisen teilweise darauf hin, dass Manager seltener anhand der relativen Leistung entlohnt werden, als es aufgrund der positiven Effekte für das einzelne Unternehmen zu erwarten wäre.<sup>492</sup>

## 2. Förderung von defensiven Vorständen und Aufsichtsräten

Investoren können außerdem bewusst Manager fördern, die eine defensive Wettbewerbsstrategie verfolgen.<sup>493</sup> Das Verhalten wäre allerdings nur als indirekte Einflussnahme zu qualifizieren, wenn sie bei einer Neubesetzung eines Postens nicht einen „eigenen“ Manager, sondern einen externen Ma-

---

487 *Florstedt*, ZIP 2019, 1693, 1696; ausführlich zur Verhaltenssteuerung durch Vergütung *Stratmann*, Indirekte Horizontalverflechtungen, 2024, S. 59 ff.

488 *Schwalbe*, WuW 2020, 130, 135.

489 *Schwalbe*, WuW 2020, 130, 135.

490 *Weber/Kebekus*, ZHR 2020, 324, 358.

491 *Elhauge*, 129 Harvard Law Review 2016, 1267, 1278.

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

493 *Azar/Schmalz/Tecu*, 73 The Journal of Finance 2018, 1513, 1553.

nager unterstützen und wählen, der im Vergleich mit anderen Kandidaten eine weniger wettbewerbsintensive Strategie verfolgt. Gegen die Praktikabilität eines solchen Vorgehens spricht aber, dass sich die verfügbaren Informationen zu diesen Managern im Regelfall auf Qualifikation, Erfahrung und andere Mandate beschränken.<sup>494</sup> Alternativ könnten sie auch gegen die Verlängerung von Mandaten von Managern eintreten, die aggressive Wettbewerbsstrategien verfolgen. Der Übergang zu dem oben erwähnten Druckmittel der Einwirkung auf die Karriere der Manager ist fließend. Ebenfalls muss berücksichtigt werden, dass die Aktionäre im dualistischen System der deutschen Aktiengesellschaft anders als im monistischen System des US-amerikanischen Rechts keinen direkten Einfluss auf die Besetzung des Vorstands als operatives Leitungsorgan des Portfoliounternehmens haben. Sie können lediglich durch ihre Wahl die Besetzung des Aufsichtsrats bestimmen und auf diese Weise auf die Besetzung des Vorstands mittelbar Einfluss nehmen, sodass diesem Einflusskanal für deutsche Unternehmen wenig Bedeutung beizumessen ist. Allenfalls könnte man von einer Art vorausseilendem Gehorsam der Manager ausgehen, die um den Einfluss und die Interessen der horizontal-diversifizierten Großaktionäre wissen und deshalb zur Förderung ihrer Karriere weniger aggressiv im Wettbewerb auftreten.<sup>495</sup>

### 3. Bewertung für die Gruppen der horizontal-diversifizierten Großaktionäre

Die Bewertung unterscheidet sich nicht für die Gruppen der horizontal-diversifizierten Großaktionäre. Vergütungssysteme sind ein plausibler und wirksamer Einflusskanal auf das Verhalten der Manager. Je nach Ausgestaltung 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. Vor diesem Hintergrund erscheinen gesetzgeberische Anpassungen wie zumindest eine Aufnahme und Würdigung der

---

494 *Rock/Rubinfeld*, 82 Antitrust Law Journal 2018, 221, 239.

495 Vgl. *Elhauge*, 82 Ohio State Law Journal 2021, 1, 15; *Schwalbe*, WuW 2020, 130, 135.

Wettbewerbsanreize durch die Vorstandsvergütung im Vergütungsbericht sinnvoll.<sup>496</sup>

Die Einflussnahme auf das Wettbewerbsverhalten eines Portfoliounternehmens durch die Förderung von Managern, die eine defensivere Wettbewerbsstrategie verfolgen, ist in der Praxis hingegen nur schwer umzusetzen. Dem Einfluss auf die Karriere der Manager kommt eher Bedeutung als Druckmittel zu.

### III. Passivität als Mechanismus

Wie in den Bewertungen erläutert, lassen verschiedene Gründe eine aktive Einflussnahme unwahrscheinlich erscheinen. Trotzdem zeigen ökonomische Studien teilweise negative Auswirkungen im Wettbewerb in Korrelation mit indirekten Horizontalverflechtungen. Ein plausibler Erklärungsansatz für diese Effekte ist ein genau gegenteiliges Verhalten der horizontal-diversifizierten Großaktionäre. Neben einer direkten Einflussnahme auf die Portfoliounternehmen könnte nämlich auch das „Nichtstun“ der Anteilseigner, also eine reine Passivität in Bezug auf die Portfoliounternehmen, Auswirkungen auf den Wettbewerb zwischen diesen haben.<sup>497</sup> Dafür muss man sich in Erinnerung rufen, dass eine Gewinnung von Marktanteilen einen großen Aufwand von den Managern einfordert, ohne dass sie als Agenten in gleichem Maße wie die Anteilseigner als Prinzipale davon profitieren. Treffen in einer Branche zu viele passive Prinzipale auf zu viele passive Agenten, können sich Auswirkungen auf den Wettbewerb und die Marktergebnisse zeigen. Eine Beeinflussung der Unternehmensführung in Richtung eines weniger aggressiven Wettbewerbs würde dann schon dadurch erreicht, dass horizontal-diversifizierte Großaktionäre diesen als die größten Einzelinvestoren nicht einfordern.<sup>498</sup>

Verschiedene Gründe sprechen für die Plausibilität eines solchen Zusammenhangs. Zunächst entspricht eine möglichst geringe Interaktion mit dem Management der als „rationale Apathie“ bezeichneten Interessenlage

---

496 Vgl. z. B. den Ansatz von *Florstedt*, ZIP 2019, 1693, 1698, der vorschlägt, aus dem Vergütungssystem resultierende Wettbewerbsanreize in die Kataloge der Angaben nach § 87a Abs.1 S.2 AktG und § 162 Abs.1 S.2 AktG aufzunehmen, um so die Aufmerksamkeit der (übrigen) Aktionäre und des Aufsichtsrats auf dieses Thema zu lenken.

497 *Azar/Schmalz/Tecu*, 73 *The Journal of Finance* 2018, 1513, 1552.

498 *Azar/Schmalz/Tecu*, 73 *The Journal of Finance* 2018, 1513, 1552 f.

großer Vermögensverwalter, da sie versuchen, ihre Kosten für die Verwaltung niedrig zu halten.<sup>499</sup> Sie werden zu „faulen Eigentümern“, die ihre Einfluss- und Kontrollmöglichkeiten kaum noch wahrnehmen oder hauptsächlich den Vorschlägen des Managements ihrer Portfoliounternehmen folgen. Die Manager könnten in der Folge ein „ruhiges Leben“ führen ohne von den Anteilseignern zu einer expansiven Wettbewerbspolitik getrieben zu werden.<sup>500</sup> Außerdem werden Preisentscheidungen in großen Unternehmen mit hunderten oder gar tausenden Produkten nicht auf Ebene des Unternehmensmanagements, sondern von Spezialisten in den jeweiligen Abteilungen getroffen.<sup>501</sup> Eine aktive Beeinflussung der Preispolitik durch Anteilseigner über das Management wirkt daher unwahrscheinlich. Ist das Management jedoch keinerlei Forderungen von den Anteilseignern ausgesetzt, kann es dadurch auch selbst passiv werden und setzt weniger Maßnahmen zur Steigerung der Produktivität durch.<sup>502</sup> Die Folge sind Produktionsineffizienzen, die zu höheren Preisen führen, ohne dass die Unternehmen höhere Margen erwirtschaften.<sup>503</sup>

#### IV. Zusammenwirken der Aktionäre

Bei allen erläuterten Mechanismen, sei es durch eine Einflussnahme oder durch Passivität, spielt die Aktionärsstruktur für die Auswirkungen eine wesentliche Rolle. Die Mechanismen können je nach Zusammensetzung der Aktionäre vollständig entfallen oder verstärkt werden.

##### 1. „Koalition“ der horizontal-diversifizierten Großaktionäre

Horizontal-diversifizierte Großaktionäre weisen bei ähnlichen Beteiligungen ähnliche Interessen in Bezug auf ihre Portfoliounternehmen auf. Ihre Möglichkeiten der Einflussnahme können sich daher verstärken, wenn viele Anteilseigner in gleicher Weise auf das Management des Portfoliounternehmens einwirken. Besonders deutlich wird dies bei Abstimmungen

---

499 *Bebchuk/Cohen/Hirst*, 31 *Journal of Economic Perspectives* 2017, 89, 96 f.

500 *Hicks*, 3 *Econometrica* 1935, 1 ff.

501 *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, 131 *Journal of Political Economy* 2023, 1294, 1303.

502 *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, 131 *Journal of Political Economy* 2023, 1294, 1303.

503 *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, 131 *Journal of Political Economy* 2023, 1294, 1322.

auf Hauptversammlungen. Allein die großen Vermögensverwalter vereinen einen nicht zu unterschätzenden Anteil der Stimmrechte auf sich. Ihre Abstimmungsmacht wird zusätzlich noch dadurch verstärkt, dass viele andere Minderheitsaktionäre (Kleinanleger) nicht an den Hauptversammlungen teilnehmen.<sup>504</sup>

Auch bei Passivität kommt der Effekt zum Tragen. Je mehr Anteilseigner sich passiv verhalten, desto weniger Anreize werden beim Management des Portfoliounternehmens gesetzt.

## 2. Konsens und Konflikt zwischen horizontal-diversifizierten Großaktionären und strategischen Großaktionären

Die Gegenspieler der horizontal-diversifizierten Großaktionäre sind die strategischen Großaktionäre. Ein strategischer Großaktionär will den Unternehmenswert und den Unternehmensgewinn vergrößern, während die horizontal-diversifizierten Großaktionäre danach streben, den Wert ihrer Portfolios zu maximieren. Dabei besteht zwar kein grundsätzlicher Konflikt zwischen den beiden Arten der Großaktionäre. Denn im Normalfall steigt mit dem Wert der Einzelbeteiligung auch der Wert des Portfolios. So könnte beispielsweise ein von einem horizontal-diversifizierten Großaktionär initiiertes Kartell auch (die rechtlichen Folgen einer Aufdeckung ausgeklammert) im Interesse der strategischen Großaktionäre liegen, weil die Gewinne jedes am Kartell beteiligten Unternehmens erhöht werden. Ein Konflikt entsteht jedoch, wenn entweder die Steigerung des Unternehmenswerts auf Kosten des Portfoliowerts oder die Steigerung des Portfoliowerts auf Kosten des Unternehmenswerts erreicht werden soll. Das ist zum Beispiel bei aggressivem Wettbewerbsverhalten der Fall, weil die Wertsteigerung auf Kosten konkurrierender Unternehmen durch die Gewinnung von Marktanteilen erreicht wird. Ein strategischer Großaktionär wird eine solche Maßnahme unterstützen, während eine horizontal-diversifizierter Großaktionär sie ablehnen wird. Tendenziell entstehen daher Konfliktsituationen um die Intensität des Wettbewerbsverhalten des Portfoliounternehmens.<sup>505</sup> Innerhalb einer solchen Situation bestehen zwei Handlungsoptionen für die horizontal-diversifizierten Großaktionäre. Sie können entweder aktiv Einfluss gegen die Maßnahme nehmen oder sich bezüglich dieser passiv

---

504 Schwalbe, WuW 2020, 130, 133.

505 Hemphill/Kahan, 129 The Yale Law Journal 2020, 1392, 1402 ff.



verhalten, ihr also die eventuell zur Durchsetzung auf der Hauptversammlung oder gegenüber dem Management nötige Unterstützung verweigern.

### 3. Abwesenheit strategischer Großaktionäre und die Rolle der Kleinaktionäre

Ob sich strategische Großaktionäre oder horizontal-diversifizierte Großaktionäre durchsetzen, wird sich primär nach ihren Anteilen am Unternehmen entscheiden. Strategische Großaktionäre halten häufig große Aktienpakete und üben über den Aufsichtsrat großen Einfluss auf das Unternehmen aus. Gegen diese Anteilseigner können sich die horizontal-diversifizierten Großaktionäre kaum durchsetzen. Auch ihre mögliche Passivität ist in diesen Fällen unschädlich, weil das Unternehmen durch die strategischen Großaktionäre ausreichend kontrolliert wird, sodass die erläuterte Gefahr der Produktionsineffizienz nicht besteht.

Problematisch ist eine Aktionärsstruktur, in der strategische Großaktionäre fehlen. Geht man von einer aktiven Einflussnahme durch horizontal-diversifizierte Großaktionäre aus, steht dieser dann keine Einflussnahme der strategischen Großaktionäre mehr entgegen. Die Gefahr einer Beeinflussung des Managements mit der Folge eines weniger wettbewerbsintensiven Verhaltens vergrößert sich dadurch. Geht man von einem passiven Mechanismus aus, so wird dieser durch die Abwesenheit der strategischen Großaktionäre erst ermöglicht. Weil Kleinaktionäre keine Einflussmöglichkeiten besitzen, sind sie ohnehin immer passiv. In diesem Fall ständen dem Management ausschließlich passive Anteilseigner als Prinzipale gegenüber. Für passive Mechanismen ist es daher auch irrelevant, in welchem Verhältnis der Streubesitz in der Hand der Kleinaktionäre zu dem Anteil steht, der durch horizontal-diversifizierte Großaktionäre gehalten wird.<sup>506</sup>

### 4. Zwischenergebnis

Die Aktionärsstruktur eines Unternehmens muss immer in ihrer Gesamtheit betrachtet werden. Nehmen horizontal-diversifizierte Großaktionäre eine dominante Rolle in dieser ein, ist eine Richtungsänderung der Zielfunktion des Portfoliounternehmens zu befürchten. Sie könnte dann nicht

---

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

mehr der klassischen Zielfunktion der Maximierung des Unternehmenswerts, sondern der Maximierung des Portfoliowerts folgen.<sup>507</sup> Betrachtet man nur den passiven Mechanismus als plausibel, ist das Problem nicht die dominante Position der horizontal-diversifizierten Großaktionäre. Das Problem liegt in diesem Fall schlicht in der Passivität der gesamten Anteilseigner, die nicht mehr durch aktive strategische Großaktionäre gebrochen wird. Auch in diesem Fall steht die Zielfunktion des Unternehmens aufgrund des unkontrollierten Managements zur Disposition.<sup>508</sup>

## V. Zwischenergebnis zur ersten Grundannahme

Nach der ersten Grundannahme verhalten sich die Portfoliounternehmen im Interesse des gemeinsamen Anteilseigners. Es wird davon ausgegangen, dass horizontal-diversifizierte Großaktionäre das Wettbewerbsverhalten ihrer Portfoliounternehmen beeinflussen können. Wie im vorstehenden Abschnitt gezeigt wurde, steht die erste Grundannahme jedoch auf unsicherem Grund. Zwar haben horizontal-diversifizierte Großaktionäre verschiedene Möglichkeiten, Einfluss auf das Management ihrer Portfoliounternehmen zu nehmen. Jedoch eignen sich sowohl direkte als auch indirekte Möglichkeiten der Einflussnahme kaum für eine gezielte Einwirkung auf das operative Geschäft des Portfoliounternehmens. Lediglich durch bilaterale Gespräche kann gezielt auf die Portfoliounternehmen eingewirkt werden. Die Portfoliounternehmen sind jedoch rechtlich in keiner Weise gezwungen, den Forderungen nachzukommen. Das wirksamste Druckmittel, um Forderungen in solchen Gesprächen Nachdruck zu verleihen, ist die Androhung eines Anteilsverkaufs. Vermögensverwalter, die passiv investieren, haben diese Möglichkeit jedoch nicht. Gleichzeitig gehören gerade sie zu den wichtigsten horizontal-diversifizierten Großaktionären.

Darüber hinaus bestehen für die Einflussnahme aller horizontal-diversifizierten Großaktionäre 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

---

507 Hemphill/Kahan, 129 *The Yale Law Journal* 2020, 1392, 1403.

508 Antón/Ederer/Giné/Schmalz, 131 *Journal of Political Economy* 2023, 1294, 1298.

der horizontal-diversifizierten Großaktionäre, bleibt für eine direkte Einflussnahme kein Raum. Lediglich eine indirekte Beeinflussung über eine Gestaltung des Vergütungssystem des Vorstands, das sich nicht an der relativen Performance orientiert und wenig Anreize für Wettbewerb setzt, bleibt als Einflusskanal bestehen, erlaubt jedoch keine präzise Steuerung.

Die in den ökonomischen Studien festgestellten negativen Effekte durch indirekte Horizontalverflechtungen müssen zudem nicht zwingend auf eine aktive Einflussnahme zurückzuführen sein. Sie können auch durch einen passiven Mechanismus hervorgerufen werden. Es erscheint plausibel, dass nicht nur eine aktive Einflussnahme, sondern gerade eine Passivität der horizontal-diversifizierten Großaktionäre negative Auswirkungen auf das Management der Portfoliounternehmen hat, die durch fehlende Anreize und Kontrollen eine Produktionsineffizienz bei diesen Unternehmen nach sich zieht.

Zusammenfassend bestehen daher große Zweifel an der Richtigkeit der ersten Grundannahme. Geht man von einem rechtmäßigen Handeln der horizontal-diversifizierten Großaktionäre aus, bestehen keine Einflusskanäle, die plausibel erklären, warum das Management eines Portfoliounternehmens im Interesse des jeweiligen horizontal-diversifizierten Großaktionärs handeln sollte. Da einige der horizontal-diversifizierten Großaktionäre jedoch unbestritten eine gewaltige ökonomische Macht besitzen, die sie durch eine unrechtmäßige Einflussnahme ausnutzen könnten, kommt der Überprüfung ihres vermeintlichen Gesamtbrancheninteresses als zweiter Grundannahme eine große Bedeutung zu.

### *B. Zweite Grundannahme: Gesamtbrancheninteresse*

Der folgende Teil des Fünften Kapitels widmet sich der theoretischen Überprüfung der zweiten Grundannahme, nach welcher horizontal-diversifizierte Großaktionäre aufgrund ihres Beteiligungsnetzwerks ein Interesse an der Gesamtbranche hätten. Nur mit einem solchem Gesamtbrancheninteresse bestünde ein Anreiz, in einer wettbewerbsgefährdenden Weise auf die Portfoliounternehmen einzuwirken.

Diese sowohl von der juristischen als auch der ökonomischen Literatur kaum in Frage gestellte Grundannahme ist in einer solchen Allgemeinheit nicht zu halten. Ihre Überprüfung im folgenden Kapitel gliedert sich nach den wichtigsten Gruppen der horizontal-diversifizierten Großaktionäre: Vermögensverwalter, Staatsfonds und Beteiligungsunternehmen. Ein

Schwerpunkt der vorliegenden Arbeit liegt auf der Überprüfung des einheitlichen Interesses an der Entwicklung einer gesamten Branche. Vorangestellt wird erörtert, warum das Interesse auf Branchenebene und nicht Marktebene betrachtet werden muss.

Es wird gezeigt, dass horizontal-diversifizierte Großaktionäre in Form von Beteiligungsunternehmen und Staatsfonds ein einheitliches Interesse an einer Branche aufweisen können, nicht aber die mit großem Abstand wichtigsten horizontal-diversifizierten Großaktionäre – die Vermögensverwalter. Vermögensverwalter sind nicht unternehmerisch tätig, sondern Treuhänder, die Kapital für ihre Kunden verwalten. Die daraus entstehenden Beteiligungen sind nicht mit direkten, unternehmerischen Beteiligungen vergleichbar, weil sie durch die Interessen der Kunden und nicht durch die Interessen der Vermögensverwalter geprägt sind. In der Theorie wird erläutert, warum die Aufteilung des verwalteten Vermögens in Fonds Interessenkonflikte auslösen kann, die einem Gesamtbrancheninteresse entgegenstehen. Damit bereitet dieser Teil das Sechste Kapitel vor, in dem die Interessenkonflikte zwischen Fonds an einem Praxisbeispiel nachgewiesen werden. Außerdem wird erörtert, wie sich Beteiligungen in vor- oder nachgelagerten Märkten und der Wettbewerbsdruck durch Unternehmen außerhalb des Beteiligungsnetzwerks auf das Gesamtbrancheninteresse der jeweiligen horizontal-diversifizierten Großaktionäre auswirken.

## **I. Begründung der Interessenbetrachtung auf Branchenebene**

Die Interessenbetrachtung der zweiten Grundannahme erfolgt auf Ebene der Branchen und löst sich bewusst von der im Kartellrecht üblichen Betrachtung von Märkten. Branchen sind als Beurteilungsmaßstab eines Gesamtinteresses geeigneter als Märkte, da Märkte zu kleinteilig sind und der Investitionsrealität von horizontal-diversifizierten Großaktionären nicht gerecht werden. Ein Einblick in die Wettbewerbsverhältnisse einzelner Märkte bedarf ausführlicher Analysen, die horizontal-diversifizierte Großaktionäre mit mehreren Tausend Beteiligungen nicht leisten können. Falls eine Einflussnahme stattfindet, wird diese daher vielmehr auf Branchenebene gesteuert werden. Zugleich sind die meisten Wettbewerbsverhältnisse in den einzelnen Märkten durch die Identifikation der Branchenunternehmen erfasst, weil diese häufig in überschneidenden Märkten tätig sind.

Für eine Analyse auf Branchen- statt Marktebene spricht außerdem, dass die kartellrechtliche Marktdefinition konzeptionelle Kritik erfährt,<sup>509</sup> die Festlegung eines Marktes aber erhebliche Bedeutung für das Vorkommen indirekter Horizontalverflechtungen haben kann. Auch die Kommission zeigt sich mittlerweile in Bereichen, in denen eine strenge Betrachtung der Produktmärkte nicht sachgerecht erscheint, gegenüber anderen Abgrenzungskriterien offen. So hat sie etwa in Fällen des Innovationswettbewerbs nach sog. „Innovationsbereichen“ abgegrenzt.<sup>510</sup>

Es ist daher sinnvoll, sich für ein umfassendes Bild der wirtschaftlichen Interessen von Finanzinvestoren wie bei Sektoruntersuchungen von einzelnen Märkten zu lösen und durch den Blick auf eine gesamte Branche mehr Unternehmen einzubeziehen. Auf diese Weise lässt sich auch die Dynamik des Wettbewerbs besser abbilden. Insbesondere bei der Betrachtung von in ihrem Zeithorizont auf Jahre angelegten Unternehmensbeteiligungen können sich durch Innovationen Verschiebungen der einzelnen konkreten Wettbewerbsverhältnisse ergeben.

## II. Vermögensverwalter

### 1. Einheitliches Interesse

Die meisten Vermögensverwalter organisieren das verwaltete Vermögen mittels Investmentfonds. Das gilt sowohl für unabhängige Vermögensverwalter als auch für die in der Vermögensverwaltung aktiven Tochtergesellschaften von Banken oder ähnlichen Instituten.<sup>511</sup> Bei der Betrachtung der Beteiligungen von Vermögensverwaltern wird dieser Aspekt jedoch häufig ignoriert und davon ausgegangen, dass man alle von horizontal-diversifizierten Großaktionären gehaltenen Beteiligungen zusammenrechnen könne. Demnach werden Vermögensverwalter wie ein Konzern mit den Fonds als Tochtergesellschaften gesehen, der sein Handeln nur nach dem übergeordneten Gewinn auf der Ebene der Muttergesellschaft ausrichte. Weil aber die Vermögensverwalter, die als horizontal-diversifizierte Großaktionäre zu qualifizieren sind, Kapital einer Vielzahl von Kunden in einer Vielzahl von

---

509 *Podszun*, 61 *The Antitrust Bulletin* 2016, 121 ff.

510 KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Rn. 342 ff.; siehe auch EU KOM, Mitteilung v. 22.2.2024, C/2024/1645, Rn. 92 – Marktabgrenzungsleitlinien.

511 Siehe für eine Beschreibung der Vermögensverwalter Viertes Kapitel C. I. 1. a).

Fonds verwalten, kann dieser Sichtweise in einer solchen Allgemeinheit nicht gefolgt werden.<sup>512</sup> Die Verwalter können Interessenkonflikten zwischen einzelnen Investmentfonds unterworfen sein. Auch ihre eigenen wirtschaftlichen Interessen können denen ihrer Anleger zuwiderlaufen. Dabei sind die Interessen der Anleger rechtlich durch Interessenwahrungspflichten abgesichert, die den Vermögensverwalter in seinem Handeln binden.

#### a) Mögliche Interessenkonflikte

Um Interessenkonflikte zu identifizieren, müssen zunächst die wirtschaftlichen Interessen der Beteiligten herausgearbeitet werden.

##### aa) Wirtschaftliche Interessen der Anleger

Die Anleger haben ein wirtschaftliches Interesse daran, dass ihr Investment in einen Fonds eine möglichst hohe Rendite abwirft, der Fonds mit seinen Beteiligungen sich also möglichst positiv entwickelt. Die Anleger desselben Fonds haben somit ein gleichlaufendes Interesse im Hinblick auf die Portfoliounternehmen des Fonds. Dieses Interesse muss jedoch nicht zwangsläufig auf eine Gewinnmaximierung auf Branchenebene im Sinne eines Gesamtbrancheninteresses ausgerichtet sein.<sup>513</sup> Betrachtet man beispielsweise einen Fonds, der in der Agrarchemiebranche investiert ist, kann dieser alle großen Agrarchemieunternehmen halten oder nur einzelne. Hält er nur ein Unternehmen, zum Beispiel Bayer, entspricht es dem wirtschaftlichen Interesse des Fonds und seiner Anleger, dass Bayer Marktanteile von den konkurrierenden Agrarchemieunternehmen gewinnt.

Das Interesse eines anderen Fonds und seiner Anleger kann hingegen völlig anders geartet sein. Dies wäre zum Beispiel der Fall, wenn der andere Fonds an den zwei US-amerikanischen Agrarchemieunternehmen Corteva und FMC beteiligt ist.

Das wirtschaftliche Interesse jedes Fonds und seiner Anleger ist im Einzelfall zu bestimmen. Ein einheitliches Interesse wird im Regelfall nicht

---

512 So auch *Lambert/Sykuta*, 13 Virginia Law and Business Review 2019, 213, 238; *Ginsburg/Klovers*, Common sense about common ownership, Concurrences Review N° 2-2018, Art. N° 86847, 2018, S. 3 ("[...] proponents uniformly mistake custody for ownership.").

513 Vgl. *Lambert/Sykuta*, 13 Virginia Law and Business Review 2019, 213, 238.

vorliegen. Erst recht wird solch ein einheitliches Interesse nicht als Gesamtbrancheninteresse ausgestaltet sein.

#### bb) Wirtschaftliches Interesse des Verwalters

Das wirtschaftliche Interesse des Vermögensverwalters liegt in der Maximierung der Gewinne aus seiner Tätigkeit der Vermögensverwaltung. Üblicherweise bestimmt sich die Vergütung für die Verwaltung von Fonds nach einem Prozentsatz am verwalteten Vermögen.<sup>514</sup> In erster Linie stehen dem Vermögensverwalter damit zwei Instrumente zur Gewinnmaximierung zur Verfügung. Er kann seine prozentualen Gebühren anheben oder das verwaltete Vermögen vergrößern. Ob daraus ein Gesamtbrancheninteresse folgt, ist schwer zu beantworten.

Für ein wirtschaftliches Interesse an den gemeinsamen Gewinnen der gesamten Branche spricht, dass der Vermögensverwalter das verwaltete Vermögen durch seinen Anlageerfolg vergrößern kann. Das gesamte verwaltete Vermögen über alle Fonds hinweg profitiert von einem Gesamtbrancheninteresse, zumindest wenn man vor- und nachgelagerte Branchen an dieser Stelle ausklammert.<sup>515</sup> Denn durch geringen Wettbewerb würden die gemeinsamen Gewinne aller Unternehmen der Branche vergrößert, wodurch das gesamte verwaltete Vermögen steigt und mehr Gebühren eingenommen werden. Eine große Bedeutung für das verwaltete Vermögen hat auch die Einwerbung von zusätzlichem Kundenvermögen im Wettbewerb mit anderen Vermögensverwaltern. Daraus lassen sich jedoch keine Rückschlüsse auf das Interesse bezüglich des Wettbewerbsverhaltens der Portfoliounternehmen ziehen.

Auf den ersten Blick ebenfalls neutral bei der Bewertung eines möglichen Gesamtbrancheninteresses wirkt die Gebührengestaltung. Neutral wäre sie aber nur, wenn der Vermögensverwalter für jeden Fonds eine Gebühr in gleicher Höhe erhebt. Das ist in der Praxis nicht der Fall. Die Gebühren unterscheiden sich von Fonds zu Fonds. Insbesondere sind die Gebühren von aktiv gemanagten Fonds mit 0,5 bis 2,5 Prozent deutlich höher als die von passiv gemanagten ETFs mit 0,1 bis 0,5 Prozent. Die verschiedenen Gebühren könnten bei der Ermittlung des wirtschaftlichen Interesses des

---

514 Siehe zum Geschäftsmodell der Vermögensverwalter Viertes Kapitel C. I. 1. a). aa).

515 Siehe zu der Bedeutung von Beteiligungen in vor- und nachgelagerten Märkten Fünftes Kapitel B. I. 2.

Vermögensverwalters berücksichtigt werden und unter Umständen einem Gesamtbrancheninteresse entgegenstehen.<sup>516</sup> Der Vermögensverwalter profitiert von einem 20-mal höheren Umsatz, wenn der Kunde sein Vermögen von einem Fonds mit einer Gebühr von 0,1 Prozent in einen Fonds mit einer Gebühr von 2,0 Prozent umschichtet. Er könnte sein Interesse daher primär an den teuren Fonds, die im Regelfall aktiv gemanagt werden, ausrichten.<sup>517</sup> Solche Überlegungen sind jedoch abhängig vom Einzelfall und berücksichtigen nur die Verteilung von neu eingeworbenen Kundengeldern. Nicht einbezogen ist die Größe der Fonds, durch die der Umsatzvorsprung eines kleinen Fonds durch das Volumen eines großen Fonds ausgeglichen werden kann.

Im Folgenden wird daher aufgrund des Ziels der Mehrung des verwalteten Vermögens von einem Gesamtbrancheninteresse als wirtschaftliches Interesse des Vermögensverwalters ausgegangen. Zwar bestehen berechtigte Zweifel an dieser Annahme schon auf Ebene des Verwalters. Im Folgenden wird jedoch gezeigt werden, dass – selbst wenn man von einem Gesamtbrancheninteresse auf Verwalterebene ausgeht – die Anlegerinteressen das Interesse des Vermögensverwalters ohnehin überlagern.

### cc) Mögliche Konflikte

Bei der Betrachtung der wirtschaftlichen Interessen der Beteiligten stehen mehrere Konflikte ins Auge, die sich anhand zweier Konflikttrichtungen kategorisieren lassen.

Zunächst sind das die Interessenkonflikte zwischen den einzelnen Fonds bzw. deren Anlegern. Die Portfolios der einzelnen Fonds können sehr unterschiedliche Beteiligungen in einer Branche halten. Daraus ergeben sich unterschiedliche Interessen im Hinblick auf die Portfoliounternehmen. Um bei dem Beispiel der Agrarchemiebranche zu bleiben, könnte Fonds A breit diversifiziert in nahezu allen Unternehmen der Branche investiert sein. Fonds B hält lediglich eine Beteiligung an Bayer. Fonds C ist an Corteva beteiligt. Im Ergebnis bestehen Interessenkonflikte zwischen allen drei Fonds. Fonds A und seine Anleger haben ein Gesamtbrancheninteresse, dass sich an einem Interesse an schwachem Wettbewerb in der Branche äußert. Fonds B und Fonds C sowie ihre jeweiligen Anleger haben ein Interesse an

---

516 *Lambert/Sykuta*, 13 *Virginia Law and Business Review* 2019, 213, 241.

517 *Lambert/Sykuta*, 13 *Virginia Law and Business Review* 2019, 213, 243.



starkem Wettbewerb. Ihr Interesse im Hinblick auf ihre Portfoliounternehmen zielt auf die Gewinnung von Marktanteilen durch Bayer bzw. Corteva ab.

Weitere Interessenkonflikte können in der zweiten Konfliktrichtung zwischen den Fonds und dem Vermögensverwalter bestehen. Fonds B und Fonds C aus dem Beispiel haben Interessen an einzelnen Unternehmen, die dem Gesamtbrancheninteresse des Vermögensverwalters zuwiderlaufen. Lediglich das Interesse von Fonds A deckt sich im Beispiel mit dem Interesse des Verwalters.

Es können somit bei Vermögensverwaltern eine Vielzahl an Interessenkonflikten bestehen, die bei der Grundannahme des Gesamtbrancheninteresses in der Schadenstheorie berücksichtigt werden müssen. Welche Interessen sich durchsetzen, ist rechtlich geregelt.

## b) Rechtlicher Schutz des Anlegerinteresses

Wie im Verhältnis zwischen Investor und Portfoliounternehmen ergeben sich auch im Verhältnis zwischen Anleger und Vermögensverwalter Probleme aus der Trennung von Kontrolle und Eigentum. Es besteht ein Prinzipal-Agent-Konflikt zwischen Anleger und Vermögensverwalter.<sup>518</sup> Um die Interessen der Anleger in dieser Treuhandkonstruktion zu schützen, besteht in allen entwickelten Rechtsordnungen eine Interessenwahrungspflicht auf Seiten des Vermögensverwalters.

### aa) Ausgestaltung in Deutschland

#### (1) Rechtlicher Rahmen

Das deutsche Recht kennt drei Arten der Vermögensverwaltung, die jeweils einen eigenen rechtlichen Rahmen haben. Grundsätzlich legen Vermögensverwalter Kapital ihrer Kunden für diese am Kapitalmarkt an. Es wird zwischen der Vermögensverwaltung im Allgemeinen und ihren spezielleren Unterfällen der Anlageverwaltung und des Investmentgeschäfts

---

518 Vgl. *Bebchuk/Cohen/Hirst*, 31 *Journal of Economic Perspectives* 2017, 89 ff.

unterschieden.<sup>519</sup> Verwaltet der Vermögensverwalter das Vermögen seiner Anleger mittels Investmentfonds, ist er im speziellsten Unterfall des Investmentgeschäfts tätig. Bei diesem Investmentgeschäft sammelt der Vermögensverwalter durch die von ihm geführte Kapitalverwaltungsgesellschaft bei einer Mehrzahl von Anlegern Kapital in einem Sondervermögen oder einer Investmentgesellschaft, um es nach festgelegten Anlagegrundsätzen in Vermögensgegenstände zu investieren. Im Gegenzug gibt die Kapitalverwaltungsgesellschaft Anteilsscheine am Sondervermögen oder Anteile an der Investmentgesellschaft an die Anleger aus.<sup>520</sup> Diese kollektiven Anlagemodelle des Investmentgeschäfts sind Investmentfonds.

Das zentrale Gesetz für den regulatorischen Rahmen von Investmentgeschäften ist das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB). Es stellt ein einheitliches und umfassendes Regelwerk für Investmentfonds und deren Manager dar. Wesentlicher Bestandteil des KAGB ist die Festlegung verbindlicher Rechts- und Organisationsstrukturen für die Bildung und Verwaltung von Investmentvermögen,<sup>521</sup> wozu auch die für diese Arbeit relevanten Regelungen zum Rechtsverhältnis zwischen Verwalter und Anleger gehören. Das Kernanliegen des Gesetzes ist der Anlegerschutz.<sup>522</sup>

## (2) Investmentdreieck

Das KAGB sieht in seiner Systematik eine institutionelle Trennung von Fondsverwaltung und Fondsverwahrung aus Anlegerschutzgesichtspunkten vor. Das Investmentvermögen kann dabei ausschließlich auf vertraglicher Grundlage als Sondervermögen (§ 1 Abs. 10 KAGB) oder auf gesellschaftsrechtlicher Grundlage als Investmentaktiengesellschaft oder Investmentkommanditgesellschaft (§ 1 Abs. 11 KAGB) rechtlich ausgestaltet werden. Ist es als Sondervermögen organisiert, besteht es ohne eigene

---

519 *Möslein* in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 2020, 34. Kap. Rn. 9.

520 *Jakovou* in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 2020, 39. Kap. Rn. 6; *Möslein* in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 2020, 34. Kap. Rn. 9.

521 *Jakovu* in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 2020, 39. Kap. Rn. 13, 49.

522 *Jakovu* in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 2020, 39. Kap. Rn. 49.

Rechtspersönlichkeit als Investmentvehikel.<sup>523</sup> In diesem Fall muss es zwingend extern von einer Kapitalverwaltungsgesellschaft für Rechnung der Anleger verwaltet werden. Aufgrund der eigenen Rechtspersönlichkeit einer Investmentaktiengesellschaft oder Investmentkommanditgesellschaft können diese sich wahlweise intern durch ihre Organe verwalten lassen (§ 1 Abs. 12 KAGB) oder eine externe Kapitalverwaltungsgesellschaft bestellen (§ 1 Abs. 13 KAGB). Unabhängig von der gewählten Konstruktion ist die Kapitalverwaltungsgesellschaft zur Beauftragung einer Verwahrstelle mit der Verwahrung der Vermögensgegenstände und ihrer Überwachung (§§ 68 ff. KAGB) verpflichtet.

Aus dieser Konstruktion ergibt sich ein dreiseitiges Rechtsverhältnis zwischen Kapitalverwaltungsgesellschaft, Verwahrstelle und Anleger, das als Investmentdreieck bezeichnet wird.<sup>524</sup> Den Ausgangspunkt bildet die Rechtsbeziehung zwischen der Kapitalverwaltungsgesellschaft und den Anlegern. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft muss das Vermögen der Anleger für Rechnung der Anleger verwalten.<sup>525</sup> Dabei muss sie die Vorgaben des KAGB, insbesondere die Verhaltenspflichten der §§ 26 ff. KAGB, beachten.

Außerdem muss die Kapitalverwaltungsgesellschaft eine von ihr unabhängige Verwahrstelle mit der Verwahrung oder, falls dies wie beispielsweise bei Immobilien nicht möglich ist, mit der Überwachung des Bestands beauftragen. Mit dem Eintritt in den Verwahrstellenvertrag übernimmt die Verwahrstelle kraft Gesetzes die Aufgabe, die Kapitalverwaltungsgesellschaft zu kontrollieren. Der Verwahrstellenvertrag entfaltet Schutzwirkungen zugunsten der Anleger. Die Verwahrstelle handelt dann zwar im Auftrag der Kapitalverwaltungsgesellschaft, aber ausschließlich im Interesse der Anleger. Es wird ein gesetzliches Schuldverhältnis zugunsten der Anleger begründet.<sup>526</sup>

---

523 *Jakovou* in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 2020, 39. Kap. Rn. 173.

524 *Jakovou* in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 2020, 39. Kap. Rn. 173.

525 *Jakovou* in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 2020, 39. Kap. Rn. 174.

526 *Jakovou* in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 2020, 39. Kap. Rn. 174.

### (3) Interessenwahrungspflicht

Eine zentrale Verhaltenspflicht aus dem Rechtsverhältnis zwischen Kapitalverwaltungsgesellschaft und Anleger ist die Interessenwahrungspflicht aus § 26 Abs. 1, Abs. 2 Nr. 2 KAGB. Sie ist eine unmittelbare Folge der treuhänderischen Stellung der Kapitalverwaltungsgesellschaft.<sup>527</sup> Die Kapitalverwaltungsgesellschaft ist verpflichtet, ausschließlich im Interesse der Anleger des jeweiligen Investmentvermögens zu handeln. Dabei muss sie Interessenkonflikte vermeiden und unter der gebotenen Wahrung der Anlegerinteressen für eine Auflösung von Interessenkonflikten sorgen.<sup>528</sup>

§ 27 KAGB legt der Kapitalverwaltungsgesellschaft die Pflicht auf, alle angemessenen Maßnahmen zur Ermittlung von Interessenkonflikten zu treffen. Das Gesetz erwähnt ausdrücklich die beiden oben identifizierten Konfliktrichtungen. Zum einen ist das der mögliche Interessenkonflikt zwischen Kapitalverwaltungsgesellschaft und dem verwalteten Investmentvermögen (dem Fonds) oder den Anlegern dieses Investmentvermögens (§ 27 Abs. 1 Nr. 1 KAGB), zum anderen der mögliche Interessenkonflikt zwischen zwei Investmentvermögen (zwei Fonds) oder den Anlegern der beiden Investmentvermögen (§ 27 Abs. 1 Nr. 2 KAGB).

Hält ein einzelner Investmentfonds also nur Teile oder gar nur ein Unternehmen einer Branche, liegt es nicht im Interesse der Anleger dieses Investmentfonds, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft mit einem Brancheninteresse auf die Portfoliounternehmen einwirkt. Denn eine solche Einwirkung würde zwar den gesamten Gewinn in der Branche erhöhen, jedoch die Portfoliounternehmen des betroffenen Investmentfonds unter Umständen schädigen oder zumindest ihres Potenzials berauben. Gleiches kann für einen anderen Investmentfonds derselben Kapitalverwaltungsgesellschaft und die von ihm gehaltenen Unternehmen gelten. Dann besteht ein zusätzlicher Interessenkonflikt zwischen den beiden Investmentfonds. Im Ergebnis darf die Kapitalverwaltungsgesellschaft in einer solchen Situation nicht nach einem Brancheninteresse handeln, da sie andernfalls die Interessenwahrungspflicht aus § 26 Abs. 1, Abs. 2 Nr. 2 KAGB und den in § 26 Abs. 2 Nr. 3, § 27 KAGB festgeschriebenen Umgang mit Interessenkonflikten verletzen würde. Die gebotene Auflösung des Interessenkonflikts lässt sich nur dadurch erreichen, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft

---

527 Vgl. *Jakovou* in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 2020, 39. Kap. Rn. 113.

528 *Steck/Stockhorst* in: Emde/Dornseifer/Dreibus, KAGB Kommentar, 2019, § 26 KAGB Rn. 68.

auf die optimale Entwicklung jedes einzelnen Portfoliounternehmens unabhängig von einer Branchenstrategie einwirkt.

## bb) Internationale Perspektive

Die nationalen Regelungen zum Investmentgeschäft mit Wertpapieren und anderen liquiden Finanzanlagen sind in der Europäischen Union weitgehend durch die OGAW-Richtlinie<sup>529</sup> harmonisiert worden.<sup>530</sup> Als Grundsatz der treuhändischen Stellung des Vermögensverwalters fällt darunter auch die Interessenwahrungspflicht (Art. 25 Abs. 2 OGAW-Richtlinie). Es ist daher für die Verhaltenspflichten irrelevant, in welchem Mitgliedstaat der Europäischen Union ein Investmentfonds aufgelegt ist. Falls sich die Portfolios der einzelnen Investmentvermögen bei den Beteiligungen in einer Branche unterscheiden oder in ihrer Branchenabdeckung hinter summierten Beteiligungen auf Verwalterebene zurückbleiben, würde der Vermögensverwalter bei einem Einfluss im Brancheninteresse gegen seine Interessenwahrungspflicht verstoßen.

Nun sind in der Praxis aber nicht nur in Europa aufgelegte Investmentfonds horizontal-diversifiziert an börsennotierten Unternehmen beteiligt. Die großvolumigsten Investmentfonds stammen aus den USA, die den wichtigsten Markt für die Vermögensverwaltung bilden. Das US-amerikanische Investmentrecht soll an dieser Stelle nicht diskutiert werden. Selbstredend sind aber auch dem US-Recht Treuhandverhältnisse, in denen fremde Interessen wahrgenommen werden, nicht fremd. In „*Common Law*“-Jurisdiktionen werden diese und die aus ihnen folgenden Loyalitätspflichten unter dem Stichwort „*Fiduciary Law*“ behandelt.<sup>531</sup> Ein Handeln nach einem Brancheninteresse zum Nachteil der einzelnen Investmentvermögen würde einen Bruch der Interessenwahrungspflicht bedeuten.

---

529 Richtlinie 2009/65/EG des europäischen Parlaments des Rates vom 13.7.2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) („OGAW-Richtlinie“), ABl. 2009 L 302, 32.

530 Jakovou in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 2020, 39. Kap. Rn. 30 ff.

531 Kuntz in: FS Schmidt zum 80. Geburtstag, Band I, 2019, S. 761.

c) Probleme bei der praktischen Ausgestaltung

Vermögensverwalter sind komplexe Organisationen. Jeder Fonds wird durch einen Fondsportfoliomanager verwaltet, dessen Aufgabe es ist, eine möglichst hohe Rendite für die Anleger innerhalb des Anlageprofils zu erzielen und die Interessen der Anleger zu wahren. Um ihre Aufgaben zu erfüllen, greifen Fondsportfoliomanager innerhalb der Organisation auf Analysten und eine zentralisierte Abstimmungsabteilung zurück.<sup>532</sup> Während dies bei gemeinsamen Analysten, die primär Prognosen über die kurz- bis mittelfristigen Kursänderungen von Unternehmen abgeben, unproblematisch ist,<sup>533</sup> weckt die zentrale Abteilung für das Abstimmungsverhalten Zweifel an der Unabhängigkeit der Fondsportfoliomanager bei der Interaktion mit den Portfoliounternehmen. Um die Interessen ihrer Anleger wahrzunehmen, sollten die Fondsportfoliomanager eigenständig abstimmen. Im Regelfall stimmen alle Fonds eines Vermögensverwalters jedoch einheitlich ab. Nur in seltenen Fällen werden die Stimmrechte der Fonds auf Hauptversammlungen unterschiedlich ausgeübt.<sup>534</sup>

Bei der Bewertung dieses Verhaltens muss aber beachtet werden, dass auf Hauptverhandlungen kaum über Anträge abgestimmt wird, die einen Einfluss auf das Wettbewerbsverhalten eines Unternehmens haben. Wie bereits erörtert, ermöglicht die Stimmrechtsausübung keine direkte Einflussnahme auf das operative Geschäft, sondern allenfalls auf die allgemeine Unternehmenspolitik.<sup>535</sup> Daher arbeiten große Vermögensverwalter auch primär mit Richtlinien, um ihr Abstimmungsverhalten zu systematisieren, deren Folge eine einheitliche Abstimmung ist. Außerdem fehlen den Abstimmungsabteilungen sowohl die Kapazität als auch die Branchenkenntnisse und das Fachwissen, um eine aktive verwalterweite Wettbewerbsstrategie durchzusetzen.<sup>536</sup> Dass überhaupt in manchen Fällen zwischen den Fonds getrennt abgestimmt wird, spricht dafür, dass bei wesentlichen Abstimmungen zur Unternehmensausrichtung die Entscheidungshoheit über die Stimmrechtsausübung bei den Fondsportfoliomanagern verbleibt. Untermauert wird dies durch eine performancebasierte Vergütung der Fondsportfoliomanager.

---

532 *Hemphill/Kahan*, 129 *The Yale Law Journal* 2020, 1392, 1422.

533 *Hemphill/Kahan*, 129 *The Yale Law Journal* 2020, 1392, 1423 f.

534 *Ginsburg/Klovers*, Common sense about common ownership, *Concurrences Review* N° 2-2018, Art. N° 86847, 2018, S. 4.

535 Siehe Fünftes Kapitel A. I. 1. a).

536 *Hemphill/Kahan*, 129 *The Yale Law Journal* 2020, 1392, 1424.

ger, die ein effektives Instrument zur Angleichung ihrer Interessen an die ihrer Anleger darstellt.<sup>537</sup> Wissenschaftliche Auswertungen der Vergütungen von Fondsportfoliomanagern in den USA haben ergeben, dass im Auswertungszeitraum nahezu alle Manager variable Gehälter und keine Festgehälter bezogen. Bei 79 Prozent der Manager richtete sich der variable Anteil am individuellen Anlageergebnis des von ihnen verantworteten Fonds.<sup>538</sup> Somit werden in der Organisation des Vermögensverwalters Strukturen geschaffen, die auf die Achtung der Interessenwahrungspflicht hinwirken. Die Auslagerung von Empfehlungen für das Abstimmungsverhalten und von Analysen an zentrale Abteilungen scheint vor diesem Hintergrund die Wahrung der Anlegerinteressen nicht zu gefährden.

Ein anderes Problem stellt sich in der Praxis im Rahmen der Überwachung der Interessenwahrungspflicht aufgrund der zulässigen konzernrechtlichen Verbindung zwischen Kapitalverwaltungsgesellschaft und Verwahrstelle. Nicht selten ist die Kapitalverwaltungsgesellschaft eine Tochtergesellschaft der Verwahrstelle, sodass deren Verhalten einem konzernweiten Geschäftsmodell folgt. Die Folge ist eine Aushöhlung des Anlegerschutzes durch die Schwächung der bewussten Trennung von Verwalter und Verwahrer und der gegenseitigen Überwachung.<sup>539</sup> Eine Schärfung der gesetzlichen Regelungen wäre angebracht. Dieses Problem betrifft allerdings zumeist Banken, die in der Vermögensverwaltung tätig sind. Unabhängige Vermögensverwalter, auch in der Größe von BlackRock, greifen häufig auf Dritte als Verwahrstellen zurück.<sup>540</sup>

#### d) Möglichkeiten der rechtlichen Durchsetzung

Verletzt die Kapitalverwaltungsgesellschaft die Interessenwahrungspflicht aus § 26 Abs. 1, Abs. 2 Nr. 2 KAGB, haftet sie privatrechtlich gegenüber den Anlegern. Als Anspruchsgrundlage kommt bei der Organisation als Sondervermögen § 280 Abs. 1 BGB in Betracht, da die die Verhaltenspflichten in

---

537 *Hemphill/Kahan*, 129 *The Yale Law Journal* 2020, 1392, 1422 f.

538 *Ma/Tang/Gómez*, 74 *The Journal of Finance* 2019, 587, 597.

539 *Jakovou* in: *Langenbucher/Bliesener/Spindler*, *Bankrechts-Kommentar*, 2020, 39. Kap. Rn. 175.

540 Siehe z. B. den Jahresbericht der iShares III PLC, einer Kapitalverwaltungsgesellschaft nach irischem Recht von BlackRock, die das Sondervermögen ihrer Fonds von der State Street Custodial Services (Ireland) Limited verwahren lässt, *iShares III PLC*, Jahresbericht und geprüfter Jahresabschluss, 2020, S. 5.

diesem Fall Vertragspflichten sind.<sup>541</sup> Umstritten, aber an dieser Stelle nicht weiter relevant, ist, ob die Verhaltenspflichten der §§ 26 ff. KAGB Schutzgesetze im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB sind.<sup>542</sup> Die Haftung aus Vertrag ist angesichts der Beweislastumkehr des § 280 Abs. 1 S. 2 BGB ohnehin vorteilhafter für den Anleger.<sup>543</sup> Im Investmentgesellschaftsmodell ergibt sich die Haftung aus der Verletzung der Verhaltenspflicht als Bestandteil der Geschäftsführerpflichten gegenüber den Anlegern als Gesellschafter.<sup>544</sup> Ein einzelner Anleger wird diese Haftung in der Realität jedoch kaum durchsetzen. Zum einen ist es enorm schwer für diesen, überhaupt festzustellen und nachzuweisen, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft gegen seine Interessen gehandelt hat. Zum anderen wäre ein Prozess gegen die Kapitalverwaltungsgesellschaft kostspielig und stünde in den meisten Fällen wahrscheinlich außer Verhältnis zum erlittenen Schaden. Daher kommt der in § 78 Abs. 1 KAGB geregelten investimentrechtlichen Besonderheit der gesetzlichen Prozessstandschaft der Verwahrstelle eine besondere Bedeutung zu.<sup>545</sup> Der Verwahrstelle obliegt nicht nur die Überwachung der Kapitalverwaltungsgesellschaft, sie ist auch berechtigt und verpflichtet, Ansprüche der Anleger wegen Verletzungen von Vorschriften des KAGB, wozu die Interessenwahrungspflicht gemäß § 26 Abs. 1, Abs. 2 Nr. 2 KAGB gehört, und der Anlagebedingungen gegen die Kapitalverwaltungsgesellschaft geltend zu machen.

Darüber hinaus schwebt bei einer Verletzung der Interessenwahrungspflicht aus § 26 Abs. 1, Abs. 2 Nr. 2 KAGB das Damoklesschwert eines aufsichtsbehördlichen Vorgehens über der Kapitalverwaltungsgesellschaft. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) überwacht und ahndet die Verhaltenspflichten der §§ 26 ff. KAGB gemäß § 5 Abs. 1, 4, 6 KAGB. Bei einer Verletzung der Interessenwahrungspflicht kann sie gemäß § 340 Abs. 2 Nr. 5, Abs. 7 Nr. 1 KAGB Bußgelder bis zu fünf Millionen Euro und bei juristischen Personen darüber hinaus bis zu zehn Prozent

---

541 *Köndgen/Schmies* in: *Ellenberger/Bunte*, Bankrechts-Handbuch, Band I, 2022, § 93 Rn. 121.

542 Ablehnend z. B. *Steck/Stockhorst* in: *Emde/Dornseifer/Dreibus*, KAGB Kommentar, 2019, § 26 KAGB Rn. 106.

543 Vgl. *Jakovou* in: *Langenbucher/Bliesener/Spindler*, Bankrechts-Kommentar, 2020, 39. Kap. Rn. 197.

544 *Köndgen/Schmies* in: *Ellenberger/Bunte*, Bankrechts-Handbuch, Band I, 2022, § 93 Rn. 121.

545 *Jakovou* in: *Langenbucher/Bliesener/Spindler*, Bankrechts-Kommentar, 2020, 39. Kap. Rn. 198.



des jährlichen Gesamtumsatzes verhängen. Bei nachhaltigen Verletzungen kommt sogar die Aufhebung der Erlaubnis gemäß § 39 Abs. 3 Nr. 6 KAGB in Betracht.<sup>546</sup>

#### e) Zwischenergebnis

In der Theorie können Interessenkonflikte bestehen, die einem einheitlichen Interesse im Sinne eines Gesamtbrancheninteresses bei Vermögensverwaltern entgegenstehen. Konflikte können zwischen den einzelnen Fonds sowie zwischen den Fonds und dem Verwalter auftreten. Die Kontrolle über die Investmententscheidungen und die Interaktion mit den Portfoliounternehmen obliegt dem Vermögensverwalter. Damit diese Macht nicht zu einem Missbrauch durch Handeln im Verwalterinteresse verführt, sind Anlegerinteressen in Deutschland, der Europäischen Union und anderen entwickelten Rechtsordnungen wie den USA und Großbritannien durch gesetzliche Interessenwahrungspflichten abgesichert. Das harmonisierte Recht in der Europäischen Union ordnet eine gesetzlich angeordnete Trennung von Kapitalverwaltungsgesellschaft und Verwahrstelle an. Verletzungen der Interessenwahrungspflicht können sowohl öffentlich-rechtlich mittels empfindlicher Bußgelder und Entzug der Zulassung durch die Aufsichtsbehörde sowie privatrechtlich mittels Schadensersatzansprüchen durchgesetzt werden.

Ob diese in der Theorie bestehenden Interessenkonflikte auch in der Praxis existieren, wird im Sechsten Kapitel anhand der Auswertung der Fondsportfolios eines großen Vermögensverwalters analysiert. Werden solche Interessenkonflikte nachgewiesen, ist ein Gesamtbrancheninteresse im konkreten Einzelfall rechtlich ausgeschlossen.

## 2. Beteiligungen in vor- und nachgelagerten sowie komplementären Märkten

Aus der breiten Diversifikation von Vermögensverwaltern ergibt sich eine Besonderheit in den Beteiligungsstrukturen, die im Hinblick auf das Gesamtbrancheninteresse von der Schadenstheorie zu indirekten Horizontal-

---

<sup>546</sup> Köndgen/Schmies in: Ellenberger/Bunte, Bankrechts-Handbuch, Band I, 2022, § 93 Rn. 120.

verflechtungen nicht ausreichend bzw. nur einseitig gewürdigt wird. In der Schadenstheorie werden Preissetzungs- oder Produktionsmengenanreize immer nur in Bezug auf eine Branche betrachtet und die Anreize untersucht, die zum größtmöglichen Gewinn des gemeinsamen Investors durch seine Beteiligungen in dieser Branche führen.

Dabei wird aber ausgeklammert, dass Vermögensverwalter nicht ausschließlich horizontal, sondern auch vertikal diversifizieren. Vertikale Diversifikation kann Anreize für funktionierende Märkte innerhalb der Branchen setzen, wenn der gemeinsame Investor ebenfalls an Unternehmen vor- oder nachgelagerter Märkte beteiligt ist.<sup>547</sup> Das Argument kann an der Luftverkehrsbranche verdeutlicht werden. Ein breit diversifizierter Vermögensverwalter ist als gemeinsamer Investor an vielen Airlines sowie an Flugzeugherstellern wie Airbus und Boeing beteiligt. Außerdem hält er Beteiligungen an unzähligen Unternehmen, deren Mitarbeiter regelmäßig auf Geschäftsreisen entsendet werden.<sup>548</sup> Setzten nun Airbus und Boeing suprakompetitive Preise durch, würde sich zwar der Gewinn des gemeinsamen Investors in der Flugzeugherstellungsbranche erhöhen. Gleichzeitig ginge dies aber zulasten des Gewinns der Airlines, an denen er ebenfalls beteiligt ist. Wird der Wettbewerb zwischen den Airlines im vermeintlichen Interesse des gemeinsamen Investors reduziert, zahlen alle seine Portfoliounternehmen, die Flugreisen nachfragen, erhöhte Preise zulasten ihres Gewinns. Lediglich bei Verbrauchern auf der letzten Marktstufe würde sich der Investor durch eine Dämpfung effektiven Wettbewerbs nicht selbst schädigen.

Über Beteiligungen in vor- und nachgelagerten Märkten hinaus gibt es noch eine weitere Beteiligungsstruktur, die mit den Anreizüberlegungen der Schadenstheorie nicht vereinbar ist. Dabei handelt es sich um Beteiligungen an Herstellern komplementärer Güter. Komplementärgüter sind Produkte, die gemeinsam nachgefragt werden, weil sie sich in ihrem Nutzen ergänzen, wie zum Beispiel Rasierer und Rasierklingen. In diesem Fall hat ein Vermögensverwalter ein Interesse an einer großen Produktionsmenge

---

547 Baker, 129 Harvard Law Review Forum 2016, 212, 217; Ginsburg/Klovers, Common sense about common ownership, Concurrences Review N° 2-2018, Art. N° 86847, 2018, S. 8.

548 Vgl. O'Brien, CPI Antitrust Chronicle May 2019, 16, 18.

und geringeren Preisen, um dadurch zusätzlich den Absatz der komplementären Produkte zu steigern.<sup>549</sup>

Die Überlegungen sprechen dafür, dass die breite Diversifikation nicht nur für, sondern bei Betrachtung aller Beteiligungen auf Verwalterebene auch gegen ein Brancheninteresse des gemeinsamen Investors sprechen kann. Es kann zu einem Konflikt zwischen Portfoliointeresse und Brancheninteresse kommen. Gleiches gilt auf der Ebene der Fonds, denn auch diese sind vertikal diversifiziert. Zusätzliches Gewicht kommt dem Argument dadurch zu, dass den Vermögensverwaltern durch die einem Fonds zugrundeliegende Anlagestrategie und die rechtliche Pflicht zur Risikostreuung nur ein geringer Spielraum bei der Ausgestaltung der Fondsportfolios zukommt. Bei aktiven Fonds gehört es zu einer sachgemäßen Diversifikation, auch Unternehmen anderer Marktstufen zu erwerben. Bei passiven Anlagestrategien entfällt der Spielraum des Verwalters völlig. Sind in dem einem Fonds zugrundeliegenden Index Unternehmen mehrerer Marktstufen enthalten, ist es für den Vermögensverwalter (jedenfalls bei der Methode der vollständigen Replikation)<sup>550</sup> zwingend, Beteiligungen an diesen zu erwerben.

### 3. Wettbewerbsdruck durch nichtverflochtene Unternehmen

Einem Gesamtbrancheninteresse könnte auch der Wettbewerbsdruck durch nichtverflochtene Wettbewerber in der Branche entgegenstehen. Zu diesen Wettbewerbern zählen insbesondere nichtbörsennotierte Unternehmen, an denen die großen Vermögensverwalter in der Regel keine Anteile erwerben, weil es nicht ihrem Geschäftsmodell entspricht. Solche Unternehmen befinden sich im Regelfall in Familienbesitz oder werden von Private Equity-Gesellschaften oder Staaten gehalten. Wenn der horizontal-diversifizierte Großaktionär aufgrund der Existenz solcher Unternehmen in der Branche nur an einem Teil der Branche beteiligt ist, könnte es zu einem Phänomen kommen, das dem sog. „*Merger Paradox*“ ähnelt. Als *Merger Paradox* wird eine Situation bezeichnet, bei der der Gewinn eines fusionierten Unternehmens geringer ist als die Summe der Gewinne der fusionierten Unternehmen vor dem Zusammenschluss. Im Cournot-Modell

---

549 Patel, 82 Antitrust Law Journal 2018, 279, 279-302; Baker, 129 Harvard Law Review Forum 2016, 212, 217.

550 Siehe zu den Methoden der Indexabbildung Sechstes Kapitel B. III. 1.

mit drei Marktteilnehmern könnten die zwei fusionierten Unternehmen ihr Angebot verringern und das dritte Unternehmen sein Angebot ausdehnen.<sup>551</sup> Ließe sich dieses Modell auf indirekte Horizontalverflechtungen übertragen, würde ein gemeinsamer Eigentümer von einem verringerten Wettbewerb seiner Portfoliounternehmen nicht profitieren, sondern im Gegenteil einen Gewinnrückgang verzeichnen. Ein horizontal-diversifizierter Investor, der ein solches Ergebnis antizipiert, hätte keinen Anreiz in einer wettbewerbsdämpfenden Weise auf seine Portfoliounternehmen einzuwirken.<sup>552</sup>

Zu diesem Gedanken bei indirekten Horizontalverflechtungen bedarf es weiterer ökonomischer Forschung. Bedenken der horizontal-diversifizierten Investoren vor Effekten, die denen des *Merger Paradoxes* gleichen, können in manchen Branchen gegen ein Gesamtmarktinteresse sprechen. Viele Branchen werden jedoch von börsennotierten Großunternehmen beherrscht, an denen Vermögensverwalter jedenfalls auf Verwalterebene breit diversifiziert beteiligt sind, sodass dem *Merger Paradox* gleichende Effekte nicht zum Tragen kommen können.

#### 4. Schlussfolgerung

Insgesamt bestehen starke Zweifel an einem Gesamtbrancheninteresse von Vermögensverwaltern. Aufgrund der Interessenwahrungspflichten, die aus ihrer Treuhandeigenschaft als Verwalter resultieren, müssen die Interessen auf Ebene der Fonds beurteilt werden. In der Theorie entsteht dadurch eine Vielzahl an Interessenkonflikten, die der Annahme eines einheitlichen Interesses des Vermögensverwalters entgegenstehen. Eine Strukturierung der Fonds in einer Weise, die keine Interessenkonflikte entstehen lassen, wird für große Vermögensverwalter kaum möglich sein. Auch die vertikale Diversifikation von Vermögensverwaltern spricht gegen ein Gesamtmarktinteresse. Lediglich das Argument des *Merger Paradoxes* verfängt bei Vermögensverwaltern aufgrund ihrer immens breiten Beteiligungsnetzwerke nicht. Im Sechsten Kapitel werden die ETF-Portfolios von BlackRock auf Interessenkonflikte untersucht, um die Theorie einem Praxistest zu unterziehen.

---

551 Grundlegend *Salant/Switzer/Reynolds*, 98 *The Quarterly Journal of Economics* 1983, 185 ff.

552 *Schwalbe*, WuW 2020, 130, 132.

### III. Staatsfonds

Staatsfonds haben eine stärkere Neigung zu einem Gesamtbrancheninteresse als Vermögensverwalter. Denn bei ihnen stellt sich das Problem des einheitlichen Interesses nicht. Staatsfonds sind als ein Fonds organisiert und daher nicht unterschiedlichen Interessen unterworfen. Ihr Vermögen beziehen sie nicht von Anlegern, sondern aus dem Staatshaushalt.

Grundsätzlich sprechen aber auch bei Staatsfonds Beteiligungen in vor- und nachgelagerten sowie komplementären Märkten gegen ein Gesamtbrancheninteresse. Jedoch muss im Einzelfall geprüft werden, nach welchem Profil der Staatsfonds investiert. Investiert er als Generationenfonds wie der norwegische Staatsfonds mit seinen 9000 Unternehmensbeteiligungen breit über die gesamte Weltwirtschaft,<sup>553</sup> dann gleicht sein Anlageprofil dem eines Vermögensverwalters und die vertikale Diversifikation spricht gegen ein Gesamtbrancheninteresse. Bei kleineren Staatsfonds oder Entwicklungsfonds mit eher strategischen Investments gilt dies nicht. Allerdings werden diese in den meisten Fällen auch keine horizontal-diversifizierte Großaktionäre sein. Ob der Gedanke des *Merger Paradoxes* einem Gesamtbrancheninteresse widerspricht, hängt von der Breite der Diversifikation ab. Für die üblicherweise als horizontal-diversifizierte Großaktionäre auftretenden, sehr breit diversifizierten Staatsfonds, wird der Gedanke des *Merger Paradoxes* nicht einschlägig sein.

Bei breit diversifizierten Staatsfonds sprechen daher mehrere Argumente für ein Gesamtbrancheninteresse. Insbesondere kommt zum Tragen, dass sie im Gegensatz zu Vermögensverwaltern eindeutig ein einheitliches Interesse haben, das sich auf eine Ergebnisoptimierung der Gesamtbranche richten kann. Allerdings lässt auch bei Staatsfonds die vertikale Diversifikation ein Gesamtbrancheninteresse nicht als zwingende Schlussfolgerung erscheinen.

### IV. Beteiligungsunternehmen

Beteiligungsunternehmen können aufgrund ihrer Freiheiten die gegen ein Gesamtbrancheninteresse sprechenden Argumente komplett umgehen. Sie haben ein einheitliches Interesse und können sich auf Beteiligungen in

---

553 Siehe zur Kategorisierung von Staatsfonds und zum norwegischen Staatsfonds Viertes Kapitel C. I. 2.

einer Branche konzentrieren. Dieses Beteiligungsnetzwerk können sie auf alle Unternehmen der Branche erstrecken.

Gestalten Beteiligungsunternehmen ihre Beteiligungen auf diese Weise, haben sie eindeutig ein Gesamtbrancheninteresse.

## *V. Zwischenergebnis zur zweiten Grundannahme*

Es wurde gezeigt, dass die mit Abstand wichtigste Gruppe der horizontal-diversifizierten Großaktionäre, die Vermögensverwalter, zumindest in der Theorie kein Gesamtbrancheninteresse aufweisen. Der Grund liegt insbesondere in ihrer Organisation als Treuhänder, der viele verschiedene Fonds verwaltet. Daraus ergeben sich Interessenkonflikte, die ein einheitliches Interesse an der gesamten Branche ausschließen. Das Vorliegen der Konflikte muss im Einzelfall, wie im folgenden Sechsten Kapitel dargestellt, überprüft werden. Auch die vertikale Diversifikation spricht gegen ein Gesamtbrancheninteresse von Vermögensverwaltern.

Staatsfonds und Beteiligungsunternehmen weisen ein einheitliches Interesse auf, da bei Ihnen keine internen Interessenkonflikte bestehen. Bei breit diversifizierten Staatsfonds spricht jedoch die vertikale Diversifikation gegen ein Gesamtbrancheninteresse. Beteiligungsunternehmen könne auf die vertikale Diversifikation verzichten, sodass sie in diesem Fall ein eindeutiges Gesamtbrancheninteresse aufweisen. Sie sind damit der problematischste Fall. Gleichzeitig treten sie aber nur selten als horizontal-diversifizierte Großaktionäre in Erscheinung.

## *C. Zwischenergebnis zum Fünften Kapitel*

Die theoretische Überprüfung zeigt, dass sowohl an der ersten als auch an der zweiten Grundannahme Zweifel bestehen.

Ein Portfoliounternehmen lässt sich nicht mit Sicherheit im Sinne der ersten Grundannahme durch einen horizontal-diversifizierten Großaktionär beeinflussen. Geht man von einem rechtmäßigen Handeln des horizontal-diversifizierten Großaktionärs aus, bestehen keine Einflusskanäle, die plausibel erklären, warum das Management eines Portfoliounternehmens im Interesse des horizontal-diversifizierten Großaktionärs handeln sollte.

Gegen die zweite Grundannahme des Gesamtbrancheninteresses sprechen in der Theorie Beteiligungen an Unternehmen anderer Branchen, die

in vor- oder nachgelagerten Märkten aktiv sind, sowie insbesondere für Vermögensverwalter interne Interessenkonflikte zwischen den Fonds. Ob solche Interessenkonflikte bestehen und somit ein Gesamtbrancheninteresse ausschließen, bleibt jedoch eine Frage des Einzelfalls. Daher wird im folgenden Sechsten Kapitel eine Einzelfallüberprüfung von Beteiligungsstrukturen am Beispiel des Vermögensverwalters BlackRock vorgenommen.

