

Jonas Weller

Aktionärsstruktur und Wettbewerb

Eine theoretische und empirische Untersuchung zur
kartellrechtlichen Bedeutung von Common Ownership
am Beispiel BlackRock

Nomos | C.H. Beck

Europäisches Wirtschaftsrecht

Begründet von

Prof. em. Dr. Dr. h.c. Jürgen Basedow†

Prof. em. Dr. Dr. Dr. h.c. Klaus Hopt

Prof. em. Dr. Wulf-Henning Roth

Herausgegeben von

Prof. Dr. Thomas Ackermann, LL.M.

Prof. Dr. Christian Heinze, LL.M.

Prof. Dr. Patrick C. Leyens, LL.M.

Prof. Dr. Rupprecht Podszun

Prof. Dr. Wolfgang Wurmnest, LL.M.

Band 87

Jonas Weller

Aktionärsstruktur und Wettbewerb

Eine theoretische und empirische Untersuchung zur
kartellrechtlichen Bedeutung von Common Ownership
am Beispiel BlackRock



Nomos



Open-Access-Förderung durch die Max-Planck-Gesellschaft.

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Düsseldorf, Univ., Diss., 2024

1. Auflage 2025

© Jonas Weller

Publiziert von
Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG
Waldseestraße 3–5 | 76530 Baden-Baden
www.nomos.de

Gesamtherstellung:
Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG
Waldseestraße 3–5 | 76530 Baden-Baden

ISBN (Print): 978-3-7560-2419-3

ISBN (ePDF): 978-3-7489-5294-7

DOI: <https://doi.org/10.5771/9783748952947>

D 61



Onlineversion
Nomos eLibrary



Dieses Werk ist lizenziert unter einer Creative Commons Namensnennung
4.0 International Lizenz.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2024/2025 von der Juristischen Fakultät der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung konnten bis Mai 2024 berücksichtigt werden.

Mein herzlicher Dank gilt an erster Stelle meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Rupprecht Podszun für die hervorragende Betreuung, den stets inspirierenden Austausch sowie die große wissenschaftliche und methodische Freiheit bei der Entstehung dieser Arbeit. Sein Verständnis von Wissenschaft prägt mich und dieses Werk. Herrn Prof. Dr. Christian Kersting danke ich für die rasche Erstellung des Zweitgutachtens sowie – zusammen mit dem Vorgenannten und Herrn Prof. Dr. Thilo Kuntz – für die spannende Diskussion in der mündlichen Prüfung.

Dem Max-Planck-Institut für Innovation und Wettbewerb in München bin ich für die Förderung meiner Promotion sehr verbunden. Dort ist der Großteil dieser Arbeit entstanden. An die Zeit am Institut erinnere ich mich gerne zurück; sie hat mich fachlich und persönlich sehr bereichert. Außerdem danke ich der Max-Planck-Gesellschaft für die Übernahme eines großen Teils der Kosten für die Open Access-Veröffentlichung.

Für seine wertvollen Anmerkungen beim Korrekturlesen der Arbeit sowie den stets geschätzten fachlichen Austausch möchte ich Herrn Dr. Manuel Bogenreuther danken.

Mein größter Dank gilt meiner Familie und meinen Freunden. Besonders hervorheben möchte ich meine Eltern, Birgit Weller und Prof. Dr. Wolfgang Weller, die mich schon mein ganzes Leben unterstützen und ein unverzichtbarer Rückhalt sind. Gleiches gilt für meinen Bruder Niklas Weller, der diese Arbeit durch viele Gespräche im interdisziplinären Austausch bereichert hat. Ihm und meinem Vater danke ich außerdem für das Korrekturlesen und die wertvollen Anmerkungen. Schließlich möchte ich mich ganz besonders bei meiner Partnerin Inke Möcklinghoff bedanken. Sie hat mich immer motiviert und ihre stetige Unterstützung hat mich durch die Höhen und Tiefen dieser Arbeit getragen.

Frankfurt am Main, im März 2025

Jonas Weller

Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	9
Zusammenfassung	21
Erstes Kapitel: Einführung	23
A. Untersuchungsgegenstand	23
B. Forschungsfrage	25
C. Methodik und Gang der Darstellung	26
Zweites Kapitel: Das Marktstrukturphänomen indirekter Horizontalverflechtungen	29
A. Begriffliche Grundlagen	29
B. Ursachen für indirekte Horizontalverflechtungen	38
C. Ausmaß und Entwicklung indirekter Horizontalverflechtungen	49
D. Empirische Erkenntnisse der Ökonomie zu möglichen Auswirkungen	64
E. Zwischenergebnis zum Zweiten Kapitel	66
Drittes Kapitel: Wettbewerbliche Schadenstheorien (<i>Theories of Harm</i>)	69
A. Theoretische Grundlagen und Herleitung	69
B. Schadenstheorien zu indirekten Horizontalverflechtungen	81
C. Zwischenergebnis zum Dritten Kapitel	101
Viertes Kapitel: Systematisierung der Aktionärsstruktur	103
A. Notwendigkeit einer wettbewerblichen Betrachtung des Zusammenwirkens aller Aktionäre	103

B. Einteilung der Aktionäre	104
C. Typische Vertreter der Aktionärsgruppen	119
D. Zwischenergebnis zum Vierten Kapitel	144
Fünftes Kapitel: Theoretische Überprüfung der zwei Grundannahmen	145
A. Erste Grundannahme: Beeinflussung des Wettbewerbsverhaltens von Portfoliounternehmen	145
B. Zweite Grundannahme: Gesamtbrancheninteresse	171
C. Zwischenergebnis zum Fünften Kapitel	190
Sechstes Kapitel: Empirische Analyse zum Gesamtbrancheninteresse BlackRocks	193
A. Methodik	193
B. Untersuchungsgegenstand: Portfolios der ETFs von BlackRock	206
C. Datensatz	212
D. Deskriptiv-statistische Auswertung	217
E. Analyseergebnisse	233
F. Gesamtwürdigung der Ergebnisse	284
G. Zwischenergebnis zum Sechsten Kapitel	290
Siebttes Kapitel: Fazit	291
A. Erkenntnisse für die Schadenstheorie	291
B. Lehren für den Gesetzgeber	293
C. Lehren für die Rechtsdurchsetzung	295
D. Blick in die Zukunft	296
Literaturverzeichnis	297
Anhang	309
A. Datensatz und Programmcode	309
B. Auswertungstabellen	309

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	21
Erstes Kapitel: Einführung	23
A. Untersuchungsgegenstand	23
B. Forschungsfrage	25
C. Methodik und Gang der Darstellung	26
Zweites Kapitel: Das Marktstrukturphänomen indirekter Horizontalverflechtungen	29
A. Begriffliche Grundlagen	29
I. Minderheitsbeteiligung	29
II. Arten von Minderheitsbeteiligungen	30
1. Kontrollierende Minderheitsbeteiligungen	31
2. Nichtkontrollierende aktive Minderheitsbeteiligungen	33
3. Nichtkontrollierende passive Minderheitsbeteiligungen	33
III. Arten von Horizontalverflechtungen über Minderheitsbeteiligungen	34
1. Direkte Horizontalverflechtung	35
2. Indirekte Horizontalverflechtung	36
B. Ursachen für indirekte Horizontalverflechtungen	38
I. Aufstieg institutioneller Investoren	38
1. Zahlen	39
2. Gründe	41
II. Aufstieg von Aktien zur wichtigsten Anlageklasse	41
III. Diversifikation als zentrales Element der Anlagestrategien in der Vermögensverwaltung	43
1. Aktive Anlagestrategien	43
2. Passive Anlagestrategien	44
3. Das Konzept der Diversifikation	45

4. Auswirkungen der Diversifikation auf die Beteiligungsstrukturen	47
C. Ausmaß und Entwicklung indirekter Horizontalverflechtungen	49
I. Deutschland	49
1. Analyse der Monopolkommission	49
2. Analyse des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung	54
3. Fazit	56
II. Europäische Union	56
1. Analyse des Europäischen Parlaments	56
2. Analyse der Europäischen Kommission	58
3. Fazit	59
III. USA	60
IV. Entwicklung	63
D. Empirische Erkenntnisse der Ökonomie zu möglichen Auswirkungen	64
E. Zwischenergebnis zum Zweiten Kapitel	66
Drittes Kapitel: Wettbewerbliche Schadenstheorien (<i>Theories of Harm</i>)	69
A. Theoretische Grundlagen und Herleitung	69
I. Wettbewerbliche Schadenstheorien als Folge der Ökonomisierung des Kartellrechts	70
1. Charakterisierung des Wettbewerbs	70
2. Wettbewerbstheoretische Leitbilder	71
3. Ziele des modernen Kartellrechts in der EU und Deutschland	73
a) Wettbewerbsfreiheit und ordoliberaler Ursprung	73
b) Wohlfahrt und der <i>more economic approach</i>	75
c) Stellungnahme und Einordnung der wettbewerblichen Schadenstheorie	76
II. Begriff und Konzept der Schadenstheorie	77
III. Anforderungen an die Schadenstheorie	79

B. Schadenstheorien zu indirekten Horizontalverflechtungen	81
I. Bestimmung der Vergleichsszenarien	81
1. Untersuchungsszenario mit indirekter Horizontalverflechtung	82
2. Alternativszenario ohne Horizontalverflechtung	82
II. Schadenstheorie zu unilateralen Effekten	82
1. Rückgriff auf etablierte Schadenstheorien	83
2. Veränderung der Preissetzungsanreize	84
a) Alternativszenario ohne Horizontalverflechtung	84
b) Horizontaler Zusammenschluss	86
c) Direkte Horizontalverflechtung	86
aa) Auswirkungen auf das erwerbende Unternehmen	86
bb) Auswirkungen auf das erworbene Unternehmen	87
d) Untersuchungsszenario indirekte Horizontalverflechtung	89
aa) Übertragbarkeit der Preissetzungsanreize	89
bb) Modellannahmen der Übertragbarkeit	91
cc) Marktbedingungen	91
3. Zusammenfassung und Definition der Grundannahmen	92
III. Schadenstheorie zu koordinierten Effekten	93
1. Vereinfachung expliziter Kollusion	93
2. Implizite Kollusion	94
3. Signalwirkung	96
4. Zusammenfassung und Stellungnahme	97
IV. Aufgreifen der Schadenstheorien durch die Kommission	97
1. Fusionskontrollentscheidung <i>Dow/DuPont</i>	98
2. Fusionskontrollentscheidung <i>Bayer/Monsanto</i>	100
C. Zwischenergebnis zum Dritten Kapitel	101
Viertes Kapitel: Systematisierung der Aktionärsstruktur	103
A. Notwendigkeit einer wettbewerblichen Betrachtung des Zusammenwirkens aller Aktionäre	103

B. Einteilung der Aktionäre	104
I. „Klassische“ Aufteilung der Aktionäre in der aktienrechtlichen Literatur	105
II. Ansätze in der deutschsprachigen Literatur	107
1. Diversifizierte Anleger / Common Owner	107
2. Institutionelle Investoren	107
3. Institutionelle Investoren versus Insider-Investoren	110
4. Zwischenergebnis	110
III. Ansätze in der englischsprachigen Literatur	111
1. Common Owner / Horizontal Shareholder	111
2. Institutional Investor	111
3. Common Concentrated Owner und Noncommon Concentrated Owner	112
4. Zwischenergebnis	112
IV. Drei Aktionärsgruppen anhand zweier Unterscheidungen	113
1. Ziele und Begrifflichkeit	113
2. Abgrenzung im Einzelnen	115
a) Abgrenzungsmerkmal Einfluss	115
b) Abgrenzungsmerkmal horizontale Diversifikation	118
c) Zusammenfassung	118
C. Typische Vertreter der Aktionärsgruppen	119
I. Horizontal-diversifizierte Großaktionäre	119
1. Traditionelle institutionelle Investoren	119
a) Unabhängige Vermögensverwalter	120
aa) Geschäftsmodell	120
(1) Herkömmliche (aktive) Investmentfonds	121
(2) Trend zu (passiven) ETFs	122
bb) Große Bedeutung als horizontal- diversifizierte Großaktionäre	124
cc) Die <i>Big Three</i>	125
b) Banken	126
c) Versicherungen	127
d) Pensionsfonds	128
2. Staatsfonds	128
a) Definition und Kategorien	129
b) Beispiele für Staatsfonds als horizontal- diversifizierte Großaktionäre	130

3. Beteiligungsgesellschaften	132
4. Vergleich der verschiedenen horizontal- diversifizierten Großaktionäre	135
II. Strategische Großaktionäre	136
1. Privatpersonen, Familien und Stiftungen	136
2. Mutter- und Beteiligungsgesellschaften	137
3. Aktivistische institutionelle Investoren	138
4. Staaten	138
III. Kleinaktionäre	139
IV. Anteilsverhältnisse	140
1. Deutschland und Europa	140
2. USA	142
3. Zusammenfassung und Schlussfolgerung	143
D. Zwischenergebnis zum Vierten Kapitel	144
 Fünftes Kapitel: Theoretische Überprüfung der zwei Grundannahmen	 145
A. Erste Grundannahme: Beeinflussung des Wettbewerbsverhaltens von Portfoliounternehmen	145
I. Direkte Einflussnahme	146
1. Formelle Einflussnahme	147
a) Stimmrechtsausübung	147
b) Sonstige Aktionärsrechte	149
2. Informelle Einflussnahme	149
a) Bilaterale Kommunikation	150
b) Öffentliche Erklärungen	152
c) Druckmittel	152
aa) Veräußerung von Aktien	152
bb) Öffentliche Kritik	153
cc) Karriere der Manager	153
3. Rechtliche Grenzen	154
a) Kartellrecht	155
aa) Kartellverbot im Verhältnis zwischen Investor und Portfoliounternehmen	155
bb) Kartellverbot im Verhältnis zwischen Portfoliounternehmen	156

b) Gesellschaftsrecht	157
aa) Aktienrechtliche Treuepflicht	158
bb) Gleichbehandlungsgebot	159
c) Kapitalmarktrecht	160
4. Bewertung für die Gruppen der horizontal- diversifizierten Großaktionäre	160
a) Vermögensverwalter	161
b) Staatsfonds	163
c) Beteiligungsgesellschaften	163
II. Indirekte Einflussnahme	163
1. Vorstandsvergütung	163
2. Förderung von defensiven Vorständen und Aufsichtsräten	164
3. Bewertung für die Gruppen der horizontal- diversifizierten Großaktionäre	165
III. Passivität als Mechanismus	166
IV. Zusammenwirken der Aktionäre	167
1. „Koalition“ der horizontal-diversifizierten Großaktionäre	167
2. Konsens und Konflikt zwischen horizontal- diversifizierten Großaktionären und strategischen Großaktionären	168
3. Abwesenheit strategischer Großaktionäre und die Rolle der Kleinaktionäre	169
4. Zwischenergebnis	169
V. Zwischenergebnis zur ersten Grundannahme	170
B. Zweite Grundannahme: Gesamtbrancheninteresse	171
I. Begründung der Interessenbetrachtung auf Branchenebene	172
II. Vermögensverwalter	173
1. Einheitliches Interesse	173
a) Mögliche Interessenkonflikte	174
aa) Wirtschaftliche Interessen der Anleger	174
bb) Wirtschaftliches Interesse des Verwalters	175
cc) Mögliche Konflikte	176
b) Rechtlicher Schutz des Anlegerinteresses	177
aa) Ausgestaltung in Deutschland	177
(1) Rechtlicher Rahmen	177

(2) Investmentdreieck	178
(3) Interessenwahrungspflicht	180
bb) Internationale Perspektive	181
c) Probleme bei der praktischen Ausgestaltung	182
d) Möglichkeiten der rechtlichen Durchsetzung	183
e) Zwischenergebnis	185
2. Beteiligungen in vor- und nachgelagerten sowie komplementären Märkten	185
3. Wettbewerbsdruck durch nichtverflochtene Unternehmen	187
4. Schlussfolgerung	188
III. Staatsfonds	189
IV. Beteiligungsunternehmen	189
V. Zwischenergebnis zur zweiten Grundannahme	190
C. Zwischenergebnis zum Fünften Kapitel	190
Sechstes Kapitel: Empirische Analyse zum Gesamtbrancheninteresse BlackRocks	193
A. Methodik	193
I. Darstellung der Methode	194
1. Empirisch-quantitative Analyse	194
2. Beschreibungsmodell unter Verwendung deskriptiver Statistik	195
II. Diskussion der Methode	197
1. Legitimation empirischer Rechtswissenschaft	197
a) Rechtswissenschaft und Empirie	197
b) Interdisziplinäres Grundverständnis	201
c) Fazit	203
2. Legitimation des gewählten integrativen Ansatzes	204
III. Verwendete Software (Programmiersprache R)	205
B. Untersuchungsgegenstand: Portfolios der ETFs von BlackRock	206
I. Unternehmensbeschreibung	206
II. Einschränkung der untersuchten Grundgesamtheit auf ETFs	207
III. ETFs und ihre Funktionsweise	209
1. Passives Finanzprodukt	209
2. Grundlegende Funktionsweise	210

IV. Datenverfügbarkeit	212
C. Datensatz	212
I. Beschreibung	212
II. Datenerhebung /-quellen	214
III. Datenbereinigung	214
1. Entfernung der Currency-Hedged-ETFs	214
2. Angleichung des Formats für R	215
3. Einzelfragen	215
D. Deskriptiv-statistische Auswertung	217
I. Vorgehen in drei Schritten	217
1. Erstellen einer Auswertungstabelle für die untersuchte Branche	218
a) Beschreibung	218
b) Programmcode	218
2. Statistische Analyse der Häufigkeitsverteilung der Branchenabdeckung	220
a) Beschreibung	220
aa) Erhobene statistische Maßzahlen	221
bb) Modifizierung der Auswertungstabelle	222
cc) Grafische Darstellung	223
b) Programmcode	223
3. Gruppierung und Analyse der Beteiligungsmuster	224
a) Beschreibung	224
b) Programmcode	225
aa) Auswertung	226
bb) Vorarbeit: Berechnung des Fondsvolumen-Vektors	228
II. Unterscheidungskriterium Branche	230
1. Begründung des Unterscheidungskriteriums	230
2. Auswahl der Branchen	231
a) Orientierung an der Kommission	231
aa) Fusionskontrollentscheidungen	231
bb) JRC Technical Report	232
b) Ausgewählte Branchen	233
E. Analyseergebnisse	233
I. Agrarchemie	233
1. Einbezogene Unternehmen	233

2. Statistische Auswertung	234
a) Branchenabdeckung als Einheit	234
b) Verteilung der Branchenabdeckung	235
c) Beteiligungsmuster	236
3. Einordnung der Ergebnisse	239
II. Öl und Gas	240
1. Einbezogene Unternehmen	240
2. Statistische Analyse	242
a) Branchenabdeckung als Einheit	242
b) Verteilung der Branchenabdeckung	243
c) Beteiligungsmuster	245
3. Einordnung der Ergebnisse	247
III. Elektrizität	249
1. Einbezogene Unternehmen	249
2. Statistische Analyse	250
a) Branchenabdeckung als Einheit	250
b) Verteilung der Branchenabdeckung	251
c) Beteiligungsmuster	253
3. Einordnung der Ergebnisse	255
IV. Handelsplattformen für Finanzinstrumente	257
1. Einbezogene Unternehmen	257
2. Statistische Analyse	258
a) Branchenabdeckung als Einheit	258
b) Verteilung der Branchenabdeckung	259
c) Beteiligungsmuster	261
3. Einordnung der Ergebnisse	263
V. Mobilfunk	265
1. Einbezogene Unternehmen	265
2. Statistische Analyse	266
a) Branchenabdeckung als Einheit	266
b) Verteilung der Branchenabdeckung	267
c) Beteiligungsmuster	269
3. Einordnung der Ergebnisse	271
VI. Getränkeherstellung	273
1. Einbezogene Unternehmen	273
2. Statistische Analyse	275
a) Branchenabdeckung als Einheit	275
b) Verteilung der Branchenabdeckung	276

c) Beteiligungsmuster	278
3. Einordnung der Ergebnisse	280
VII. Vergleich der Branchenergebnisse	281
1. Branchenabdeckung	281
2. Beteiligungsmuster	283
3. Mögliche Ursachen für Gemeinsamkeiten und Unterschiede	283
F. Gesamtwürdigung der Ergebnisse	284
I. Zweifel am Gesamtbrancheninteresse	285
1. Geringe Branchenabdeckung der einzelnen ETFs	285
2. Interessenkonflikte durch unterschiedliche Beteiligungsmuster	286
3. Zusammenwirken von Branchenabdeckung und Interessenkonflikten	286
II. Einschränkungen der Aussagekraft	287
1. Auf ETFs fokussierter Datensatz	287
2. Auswahl der Branchen	288
3. Auswirkung des Fondsvolumens	288
III. Übertragbarkeit auf andere horizontal-diversifizierte Großaktionäre der Vermögensverwaltungsbranche	289
G. Zwischenergebnis zum Sechsten Kapitel	290
Siebttes Kapitel: Fazit	291
A. Erkenntnisse für die Schadenstheorie	291
B. Lehren für den Gesetzgeber	293
C. Lehren für die Rechtsdurchsetzung	295
D. Blick in die Zukunft	296
Literaturverzeichnis	297
Anhang	309
A. Datensatz und Programmcode	309
B. Auswertungstabellen	309
I. Agrarchemie	309
1. Beteiligungsmuster nach Anzahl	309

2. Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen	310
II. Öl und Gas	311
1. Beteiligungsmuster nach Anzahl	311
2. Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen	313
III. Elektrizität	316
1. Beteiligungsmuster nach Anzahl	316
2. Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen	318
IV. Handelsplattformen für Finanzinstrumente	321
1. Beteiligungsmuster nach Anzahl	321
2. Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen	323
V. Mobilfunk	325
1. Beteiligungsmuster nach Anzahl	325
2. Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen	327
VI. Getränkeherstellung	330
1. Beteiligungsmuster nach Anzahl	330
2. Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen	333

Zusammenfassung

Diversifizierte Investmentbeteiligungen führen zu indirekten Horizontalverflechtungen zwischen börsennotierten Unternehmen (sog. „*Common Ownership*“). Obwohl es sich dabei regelmäßig um nichtkontrollierende Minderheitsbeteiligungen handelt, wird diskutiert, ob die Verflechtungen zu wettbewerbsmindernden Effekten führen, die rechtlich unterbunden werden sollten. Eine zentrale Bedeutung bei der Beantwortung der Frage nimmt die wettbewerbsliche Schadenstheorie ein, deren Detailverständnis zu den Wirkmechanismen und Zusammenhängen jedoch noch unausgereift ist.

Die vorliegende Arbeit leistet einen Beitrag zu dieser Debatte, indem sie überprüft, ob sich unter Berücksichtigung der rechtlichen und tatsächlichen Rahmenbedingungen eine Schadenstheorie begründen lässt, die eine Verschärfung des Kartellrechts oder eine Regulierung der Vermögensverwaltungsbranche rechtfertigt. Es wird herausgearbeitet, dass die bisher entwickelte Schadenstheorie auf zwei Grundannahmen beruht. Die erste Annahme geht davon aus, dass horizontal-diversifizierte Großaktionäre („HGA“) das Wettbewerbsverhalten ihrer Portfoliounternehmen beeinflussen können. Die zweite Annahme unterstellt den HGA ein Gesamtbrancheninteresse, welches ein Interesse an Wettbewerb innerhalb der Branchen ihrer Beteiligungen ausschließt.

Beiden Grundannahmen stehen in der theoretischen Überprüfung begründete Zweifel entgegen. Die denkbaren Einflussnahmemöglichkeiten auf die Portfoliounternehmen eignen sich kaum für eine gezielte Einwirkung auf das operative Geschäft. Darüber hinaus bestehen enge rechtliche Grenzen durch das Kartell-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. Das Gesamtbrancheninteresse eines HGA muss im Einzelfall ermittelt werden. In der Theorie dürften Vermögensverwalter als die mit Abstand wichtigste Gruppe der HGA jedoch kein Gesamtbrancheninteresse haben, da sie als Treuhänder Kapital im Auftrag ihrer Anleger über verschiedene Fonds verwalten und Interessenkonflikten zwischen den Anlegergruppen unterliegen. Die empirisch-quantitative Auswertung am Beispiel der ETF-Portfolios des weltgrößten Vermögensverwalters BlackRock bestätigt die theoretischen Vorüberlegungen im Einzelfall und beweist, dass aufgrund von

Interessenkonflikten kein Gesamtbrancheninteresse von BlackRock in der Praxis besteht.

Für die Schadenstheorie folgt daraus, dass es ihr für eine Anwendung auf Vermögensverwalter als ihren meistdiskutierten Anwendungsfall an Plausibilität fehlt. Eine Verschärfung des Kartellrechts oder eine Regulierung zur Begrenzung indirekter Horizontalverflechtungen ist daher nicht angezeigt.

Erstes Kapitel: Einführung

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

A. Untersuchungsgegenstand

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

B. Forschungsfrage

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

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

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

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

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

Daran knüpft diese Arbeit mit ihrer Forschungsfrage an:

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

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

C. Methodik und Gang der Darstellung

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

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

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

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

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

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

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

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

Zweites Kapitel: Das Marktstrukturphänomen indirekter Horizontalverflechtungen

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

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

A. Begriffliche Grundlagen

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

I. Minderheitsbeteiligung

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

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

In der kartellrechtlichen Literatur bestehen über den aktienrechtlichen Begriff hinaus verschiedene Ansätze zur Abgrenzung von Mehrheits- und Minderheitsbeteiligung. Anders als beim aktienrechtlichen Begriff wird teilweise vertreten, dass eine Mehrheitsbeteiligung nur vorliege, wenn das Beteiligungsunternehmen sowohl die Mehrheit der Anteile als auch die Mehrheit der Stimmrechte hält.¹⁴ Teilweise wird für die Abgrenzung auch ausschließlich auf die Stimmrechte¹⁵ oder ausschließlich auf die Anteile¹⁶ abgestellt. Diese Uneinigkeit dürfte zumindest teilweise darauf zurückzuführen sein, dass die Gesetzgeber und Wettbewerbsbehörden verschiedener Jurisdiktionen unterschiedliche Ansätze verfolgen, von denen sie eine wettbewerbliche Prüfung eines Teilerwerbs von Unternehmen abhängig machen.¹⁷ Gerade mit Blick auf § 37 Abs. 1 Nr. 3 GWB, der den kartellrechtlichen Zusammenschlusstatbestand von der Überschreitung der 50 Prozent- bzw. 25 Prozent-Schwellen entweder durch Kapital, also Anteile, oder durch Stimmrechte abhängig macht, ist es überzeugend, sich auch im Kartellrecht dem aktienrechtlichen Begriff anzuschließen. Von einer Minderheitsbeteiligung wird demnach im Folgenden gesprochen, wenn das Beteiligungsunternehmen weder die Mehrheit der Anteile noch die Mehrheit der Stimmrechte am Zielunternehmen hält.

II. Arten von Minderheitsbeteiligungen

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

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

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

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

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

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

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

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

1. Kontrollierende Minderheitsbeteiligungen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. Nichtkontrollierende aktive Minderheitsbeteiligungen

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

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

3. Nichtkontrollierende passive Minderheitsbeteiligungen

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

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

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

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

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

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

des Zielunternehmens beteiligt, weshalb die Beteiligung ausschließlich finanziell motiviert sein dürfte.²⁹

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

III. Arten von Horizontalverflechtungen über Minderheitsbeteiligungen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1. Direkte Horizontalverflechtung

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

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

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

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

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

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

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

2. Indirekte Horizontalverflechtung

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

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

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

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

auch die Bezeichnungen „*Institutional Cross-Holdings*“, „*Institutional Ownership*“ und „*Overlapping Ownership/ Owners*“ geläufig.⁴¹

Abbildung 1: Einseitige und wechselseitige direkte Horizontalverflechtung⁴²

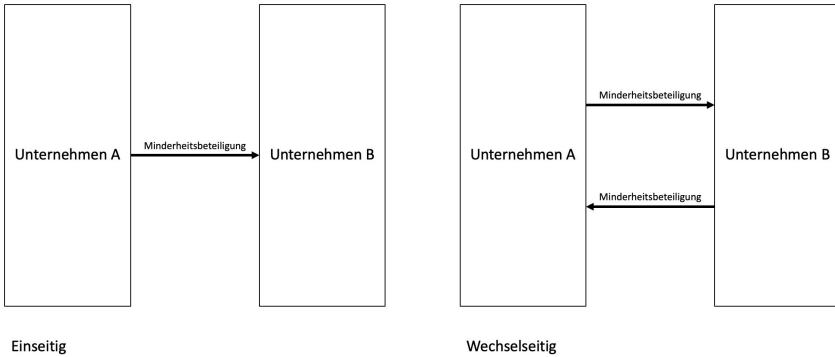
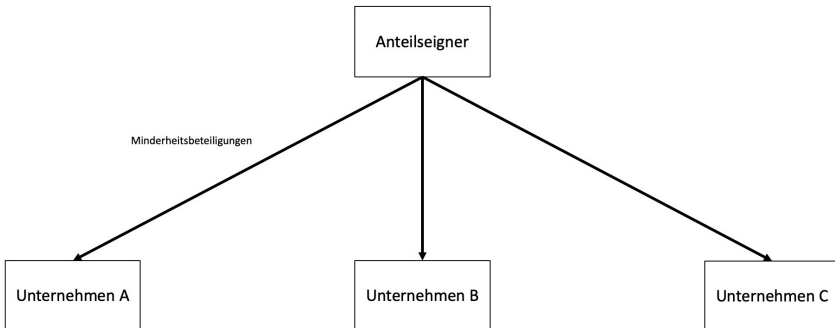


Abbildung 2: Indirekte Horizontalverflechtung⁴³



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

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

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

B. Ursachen für indirekte Horizontalverflechtungen

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

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

I. Aufstieg institutioneller Investoren

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

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

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

46 Monopolkommission, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 416.

1. Zahlen

In absoluten Zahlen stieg das weltweit von diesen Institutionen verwaltete Vermögen von 30,7 Bio. USD im Jahr 2003 auf 88,7 Bio. USD im Jahr 2019.⁴⁷ Andere Quellen schätzen das verwaltete Vermögen noch höher (bereits 85 Bio. USD im Jahr 2016).⁴⁸ Der Anstieg auf einzelstaatlicher Ebene ist durch die *OECD* gut dokumentiert. Die internationale Organisation erfasst das in ihren Mitgliedstaaten von institutionellen Investoren⁴⁹ verwaltete Vermögen schon seit vielen Jahren. In Deutschland stieg das Anlagevermögen im Zeitraum von 1995 bis 2007 um den Faktor 2,5 von 0,97 Bio. USD auf 2,42 Bio. USD.⁵⁰ Im selben Zeitraum wurde in den USA eine ähnliche Zunahme von 11,22 Bio. USD auf 24,22 Bio. USD verzeichnet.⁵¹ Im Jahr 2008 fiel das verwaltete Vermögen aufgrund des starken Wertverfalls vieler Anlageklassen im Zuge der weltweiten Finanzkrise unter die Werte von 2007 zurück und erreichte sein ehemaliges Volumen erst in den Jahren 2009/2010 erneut.⁵² Seitdem ist jedoch ein anhaltender Aufwärtstrend zu erkennen. In der jüngsten Statistik, die die Jahre 2011 bis 2018 abdeckt, stieg das verwaltete Vermögen in Deutschland von 2,99 Bio. EUR⁵³ auf 4,66 Bio. EUR⁵⁴, in den USA von 37,53 Bio. USD⁵⁵ auf 54,54 Bio. USD⁵⁶. Es nahm

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. Gründe

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

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

II. Aufstieg von Aktien zur wichtigsten Anlageklasse

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

III. Diversifikation als zentrales Element der Anlagestrategien in der Vermögensverwaltung

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

1. Aktive Anlagestrategien

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

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

69 Monopolkommission, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 417.

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

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

2. Passive Anlagestrategien

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. Das Konzept der Diversifikation

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

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

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

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

80 Vgl. *Fabozzi*, Capital Markets, 2015, S. 412 f.

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

Die wissenschaftliche Begründung der positiven Auswirkung von Diversifikation auf Risiko und Rendite des Gesamtportfolios erbrachte Markowitz mittels statistischer Methoden im Jahr 1952.⁸² Die von ihm entwickelte *Modern Portfolio Theory* betrachtet Risiko und Ertrag jedes einzelnen Wertpapiers und den Einfluss des jeweiligen Wertpapiers auf das Risiko-Ertrags-Verhältnis des gesamten Portfolios. Jedes Wertpapier birgt ein Risiko, jedoch sind die Risiken der Wertpapiere verschieden. Werden verschiedene Risiken in einem Portfolio kombiniert, entspricht das Risiko des Gesamtportfolios nicht dem gewichteten Durchschnittsrisiko der einzelnen Wertpapiere, sondern beträgt aufgrund des Diversifikationseffekts nur ein Bruchteil dessen.⁸³ Der erwartete Ertrag des Portfolios entspricht jedoch nach wie vor dem gewichteten Durchschnitt der einzelnen Wertpapiere.⁸⁴ Das liegt daran, dass sich nach dem Diversifikationseffekt ein Risiko gerade nicht realisiert, wenn sich ein anderes Risiko verwirklicht. Zum Beispiel schadet ein fallender Ölpreis ölfördernden Unternehmen, während Fluggesellschaften durch günstigeres Kerosin höhere Margen erwirtschaften können. Ein optimal diversifiziertes Portfolio enthält daher Wertpapiere, die eine geringe oder bestenfalls negative Korrelation aufweisen. Nach Markowitz' *Modern Portfolio Theory* geht die Funktion der Diversifikation über die Senkung des Risikos hinaus, sie soll außerdem die erwartete Rendite für ein bestimmtes übernommenes Risiko maximieren.⁸⁵ Auf ihre Erkenntnisse wird bis heute bei der Ausgestaltung von Portfolios zurückgegriffen.

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

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

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

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

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

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

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

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

4. Auswirkungen der Diversifikation auf die Beteiligungsstrukturen

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

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

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

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

88 Benicke, ZGR 2004, 760, 762.

89 Benicke, ZGR 2004, 760, 764 f.

90 Benicke, ZGR 2004, 760, 780.

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

Passiv gemanagte Indexfonds diversifizieren in den meisten Fällen deutlich weitläufiger, weil die meisten Indizes breit gefächert sind. So enthält zum Beispiel der als Grundlage für Indexfonds beliebte MSCI World-Index Aktien von mehr als 1600 verschiedenen Unternehmen.⁹² Sind darunter mehrere Unternehmen einer Branche, so muss auch ein Indexfonds, der nach der Methode der physischen Replikation⁹³ aufgelegt ist, Aktien dieser Unternehmen erwerben. Eine weitläufige Diversifikation führt mit hoher Wahrscheinlichkeit auch zu verschiedenen Beteiligungen innerhalb einer Branche. Zunehmend werden auch Indexfonds angeboten, die sich auf eine Branche, z. B. Technologie, fokussieren und daher ausschließlich in Unternehmen dieser Branche investieren. Wie häufig Branchen vollständig oder zumindest zu großen Teilen von Indexfonds in der Realität abgedeckt werden, wird im Sechsten Kapitel am Beispiel von Indexfonds des Vermögensverwalters BlackRock ausgewertet. Insgesamt nimmt die Bedeutung passiver Anlagestrategien, die tendenziell häufiger indirekte Horizontalverflechtungen begründen, in den letzten zwei Jahrzehnten zu. Einen besonderen Aufschwung erleben sie seit der Finanzkrise ab dem Jahr 2008.⁹⁴

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

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

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

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

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

C. Ausmaß und Entwicklung indirekter Horizontalverflechtungen

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

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

I. Deutschland

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

1. Analyse der Monopolkommission

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

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

⁹⁵ *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 420.

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

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

Abbildung 3: *Gemeinsame Investoren der größten Mineralölkonzerne⁹⁸*
(Angegeben sind die gehaltenen Unternehmensanteile der fünf beteiligungsstärksten diversifizierten Investoren in Prozent.)

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

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

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

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

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

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

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

Abbildung 4: Gemeinsame Investoren der größten Telekommunikationsunternehmen¹⁰¹ (Angabe sind die gehaltenen Unternehmensanteile der sechs beteiligungsstärksten diversifizierten Investoren in Prozent.)

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

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

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

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

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

Abbildung 5: Gemeinsame Investoren der größten Chemieunternehmen¹⁰³
(Angabe sind die gehaltenen Unternehmensanteile der sechs beteiligungsstärksten diversifizierten Investoren in Prozent.)

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

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

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

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

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

Abbildung 6: *Gemeinsame Investoren der größten Automobilkonzerne¹⁰⁵*
(Angegeben sind die gehaltenen Unternehmensanteile der sechs beteiligungsstärksten diversifizierten Investoren in Prozent.)

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

104 Die stimmberechtigten Stammaktien der BMW AG werden mittelbar zu 48,5 Prozent von Susanne Klatten und Stefan Quandt gehalten (<https://www.bmwgroup.com/de/investor-relations/aktie.html>, zuletzt abgerufen am 7.3.2025). Die stimmberechtigten Stammaktien der Volkswagen AG werden zu 20 Prozent vom Land Niedersachsen und zu 53,3 Prozent von der Porsche Automobil Holding SE gehalten (<https://www.volkswagen-group.com/de/aktionaeersstruktur-l5951>, zuletzt abgerufen am 7.3.2025), deren stimmberechtigte Stammaktien wiederum mittelbar ausschließlich von Mitgliedern der Familien Porsche und Piëch gehalten werden (<https://www.porsche-se.com/investor-relations/aktie>, zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

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

2. Analyse des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Der ermittelte Wert für die ausgewerteten Daten aus dem Jahr 2015 liegt für die Chemieindustrie bei 0,15 und damit mehr als doppelt so hoch wie in der Automobilbranche mit einem Wert von 0,07.¹¹⁰

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

110 *Seldeslachts/Newham/Banal-Estañol*, DIW Wochenbericht 2017, 611, 620.

3. Fazit

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

II. Europäische Union

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

1. Analyse des Europäischen Parlaments

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

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

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

Banken innerhalb der Europäischen Union und der Europäischen Freihandelsassoziation (EFTA).¹¹³

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Die Autoren ermittelten nach dieser Methode den gesamten Mindestverflechtungsgrad (Mittelwert aller $C_{j,k}$ unter Zugrundelegung von $c_i^{j,k}$ nach Variante (i)) und den gesamten Durchschnittsverflechtungsgrad (Mittelwert aller $C_{j,k}$ unter Zugrundelegung von $c_i^{j,k}$ nach Variante (ii)) der europäischen Banken quartalsweise zwischen 2012 und 2015. Für beide Werte ist ein stetiger Anstieg innerhalb der vier untersuchten Jahre zu erkennen. Die erreichten Endwerte im Jahr 2015 von 0,060 für den gesamten Mindestverflechtungsgrad und 0,083 für den gesamten Durchschnittsverflechtungsgrad haben sich mehr als verdoppelt.¹¹⁵ Sie bewegen sich damit deutlich unterhalb des Wertes für den Mindestverflechtungsgrad der deutschen Chemieindustrie (0,15) ungefähr auf dem Niveau der deutschen Automobilindustrie (0,07).¹¹⁶ Auf nationaler Ebene sind die Werte allerdings zum Teil deutlich höher. In Italien, Schweden, der Schweiz und dem Vereinigten Königreich übersteigen der gesamte Durchschnittsverflechtungsgrad zwischen den Banken den Wert von 0,15.¹¹⁷

2. Analyse der Europäischen Kommission

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

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

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

116 Siehe hierzu Zweites Kapitel C. I. 2.

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

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

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

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

Das Portfolio des größten gemeinsamen Anteilseigners enthält sogar ein Viertel der untersuchten Unternehmen, die zusammen 90 Prozent der Marktkapitalisierung ausmachen. Die Verflechtungen bestehen folglich insbesondere zwischen den größten in der Europäischen Union aktiven Unternehmen.¹²¹ Gleichzeitig werden sie immer stärker. Der Anteil des größten Portfolios, also des größten gemeinsamen Anteilseigners, an der gesamten Marktkapitalisierung der untersuchten Unternehmen stieg im gesamten untersuchten Zeitraum kontinuierlich an. Ausgehend von ungefähr 2,3 Prozent im Jahr 2007 erreichte er fast 4 Prozent im Jahr 2016.¹²²

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

3. Fazit

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

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

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

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

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

III. USA

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

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

124 Siehe hierzu Zweites Kapitel C. I. 2.

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

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

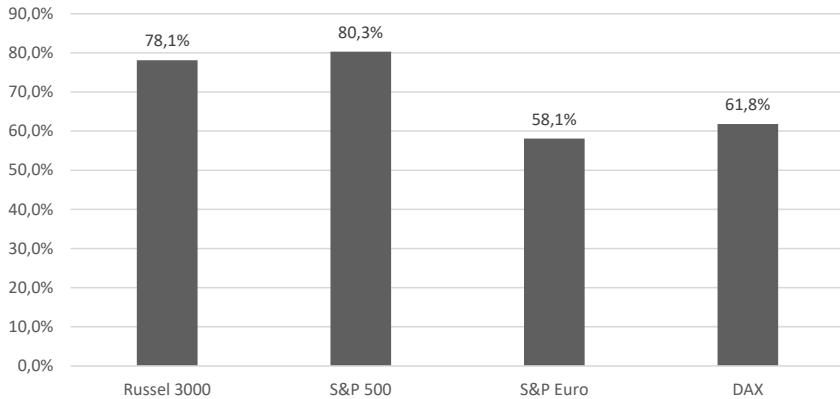
127 He/Huang, 30 *The Review of Financial Studies* 2017, 2674, 2675.

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

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

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

Abbildung 7: Institutioneller Anteil an amerikanischen und europäischen Aktienindizes (Stand 2017)¹²⁹



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

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

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

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

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

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

IV. Entwicklung

Die historische Entwicklung der letzten Jahrzehnte lässt einen Anstieg indirekter Horizontalverflechtungen bis zur globalen Finanzkrise 2007 erkennen, der sich dann stark abgeschwächt hat. Zwischen den 500 Unternehmen im amerikanischen S&P 500 nahmen die indirekten Verflechtungen über sog. „*Blockholder*“ bzw. Blockaktionäre, die mindestens fünf Prozent an beiden Unternehmen halten, von 1980 bis 2007 stark und relativ gleichmäßig von 10 auf 60 Prozent betroffene Unternehmen zu. Ab der Finanzkrise pendelte sich dieser Anteil dann aber um die 60 Prozent-Marke ein und stieg nur noch leicht zum Ende des Datensatzes im Jahr 2014.¹³³ Dieses Einpendeln auf einem hohen Niveau lässt sich auch in einem Datensatz zu börsennotierten Unternehmen erkennen, die geschäftlich in der Europäischen Union tätig sind. Zwar stieg die absolute Zahl der über *Blockholder* verflochtenen Unternehmen zwischen 2007 und 2016 von 15 454 auf 17 460 an, der relative Wert schwankte aber um 65 Prozent mit einem Tiefstwert

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

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

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

von 62,99 Prozent im Jahr 2011 und einem Höchstwert von 69,14 Prozent im Jahr 2014.¹³⁴ Seit der globalen Finanzkrise im Jahr 2007 hat sich die vorherige extreme Zunahme von indirekten Verflechtungen über *Blockholder* stark abgeschwächt und ist fast zum Erliegen gekommen.

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

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

D. Empirische Erkenntnisse der Ökonomie zu möglichen Auswirkungen

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

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

135 Siehe hierzu Zweites Kapitel B. I.

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

137 Siehe hierzu ausführlich Viertes Kapitel C. I.

Am Anfang jeder empirischen Studie steht die Frage, wie indirekte Horizontalverflechtungen gemessen und quantifiziert werden können. Neben den oben beschriebenen Maßzahlen ist die für diesen Zweck bekannteste und am weitesten verbreitete Maßzahl der modifizierte Herfindahl-Hirschmann-Index („MHHI“). Die Abwandlung des Herfindahl-Hirschmann-Indexes („HHI“) wurde ursprünglich für direkte Horizontalverflechtungen entwickelt, um bei der Bewertung der Konzentration von Märkten nicht nur die gehaltenen Marktanteile, sondern auch Horizontalverflechtungen zu berücksichtigen. Die Logik des MHHI lässt eine Übertragung auf indirekte Horizontalverflechtungen grundsätzlich zu.¹³⁸ Trotzdem besteht methodische Kritik an der Verwendung des MHHI in den bisherigen Studien.¹³⁹ Insbesondere bezieht sie sich auf die Schwierigkeit der Interpretation der Ergebniswerte¹⁴⁰ sowie der Unmöglichkeit, mit einem Wert wie dem MHHI-Delta passive Mechanismen zu testen.¹⁴¹ Außerdem gestaltet sich die Berechnung des MHHI in der Praxis durch die Anforderung an die Datengrundlage schwierig, weil neben den Marktanteilen auch die Beteiligungshöhen der Anteilseigner und die Einflussgewichte bestimmt werden müssen.¹⁴² Aufgrund dieser schwierig zu treffenden Annahmen hat auch die Kommission den MHHI für indirekte Horizontalverflechtung in ihren Fusionskontrollentscheidungen nicht berechnet.¹⁴³

Bei den inhaltlichen Erkenntnissen der Studien zeigt sich kein einheitliches Bild. Bei der Untersuchung von Preisen sind insbesondere die Studien zum US-Luftverkehrsmarkt¹⁴⁴ und zum US-Bankenmarkt¹⁴⁵ zu nennen, die die Debatte überhaupt erst ausgelöst haben. Steigende Preise wurden auch in der Saatgutbranche nachgewiesen.¹⁴⁶ Unterschiedliche Beobachtungen wurden hingegen zu Margen gemacht. In der Branche für Fertigfrüh-

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

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

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

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

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

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

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

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

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

stückerzeugnisse konnte kein Effekt nachgewiesen werden.¹⁴⁷ In der Getränkeindustrie wurden leicht erhöhte Margen ermittelt.¹⁴⁸ Untersuchungen zu anderen Branchen kamen zu keinem einheitlichen Ergebnis.¹⁴⁹ Dem gegenüber stehen einzelne Studien, in welchen positive Auswirkungen auf Innovationseffekte¹⁵⁰ und erhöhte Investitionen in Forschung und Entwicklung festgestellt wurden.¹⁵¹

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

E. Zwischenergebnis zum Zweiten Kapitel

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

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

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

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

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

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

151 López/Vives, 127 Journal of Political Economy 2019, 2394 ff.

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

Drittes Kapitel: Wettbewerbliche Schadenstheorien (*Theories of Harm*)

Die im vorangegangenen Zweiten Kapitel dargestellten Beteiligungsstrukturen werfen Bedenken im Hinblick auf ihre Auswirkungen auf den Wettbewerb auf. Auf welche Art und Weise der Wettbewerb geschädigt werden könnte, soll in diesem Kapitel untersucht werden. Im modernen Kartellrecht geschieht dies häufig unter dem Schlagwort der Schadenstheorie bzw. „*Theory of Harm*“.

A. Theoretische Grundlagen und Herleitung

Der Begriff der „wettbewerblichen Schadenstheorie“ hat sich in jüngster Zeit zu einem häufig verwendeten und zentralen Begriff des Kartellrechts entwickelt.¹⁵² Allerdings handelt es sich um ein auf das Kartellrecht beschränktes Konzept, das bei außerhalb dieses Gebiets tätigen Rechtswissenschaftlern regelmäßig Unverständnis hervorruft. Umso verwunderlicher ist es, dass sich kaum grundlegende Auseinandersetzungen dazu finden.

Für ein vertieftes Verständnis wird die wettbewerbliche Schadenstheorie zuerst in die Entwicklung der Wettbewerbskonzepte und des Kartellrechts eingeordnet (dazu I.). Sodann wird das grundlegende Konzept einer wettbewerblichen Schadenstheorie dargestellt (dazu II.). Aus dem entwickelten Verständnis werden Anforderungen formuliert (dazu III.).

152 Beispielhaft für viele im Laufe der Jahre *Marsden/Bishop*, 2 European Competition Journal 2006, 257 ff.; *Monopolkommission*, XIX. Hauptgutachten, 2012, Rn. 448; *Zenger/Walker* in: *Bourgeois/Waelbroeck*, *Theories of harm in European competition law: A progress report*, 2012, S. 185 ff.; *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 652 ff.; *Gasser*, *Der Marktstrukturmissbrauch in der Plattformökonomie*, 2021, S. 197; *Bogenreuther*, *Selbstbevorzugung auf Plattformmärkten*, 2022, S. 283 f.

I. Wettbewerbliche Schadenstheorien als Folge der Ökonomisierung des Kartellrechts

Die Entwicklung und Diskussion von Schadenstheorien im Kartellrecht ist eine unmittelbare Folge der zunehmend auf der Betrachtung von ökonomischen Effekten basierten Rechtsanwendung in Europa.¹⁵³ Diese seit den 2000er Jahren immer dominanter werdende Ökonomisierung des Kartellrechts wird unter dem Schlagwort des „*more economic approach*“ zusammengefasst. Da das Konzept der Schadenstheorie untrennbar mit dem Verständnis von Wettbewerb und Kartellrecht verknüpft ist, wird die Entwicklung von beidem im Folgenden kurz nachgezeichnet und die Idee der wettbewerblichen Schadenstheorie eingeordnet.

1. Charakterisierung des Wettbewerbs

Wettbewerb ist ein vielschichtiges Phänomen, das durch die Handlungsfreiheit der Rechtssubjekte im Wirtschaftsverkehr entsteht.¹⁵⁴ Aufgrund dieser Ursächlichkeit der Handlungsfreiheit für Wettbewerb ist es weder möglich noch zweckmäßig, eine positive Definition aufzustellen. Denn durch eine vorherige Festlegung bestimmter Bedingungen, Wirkungsweisen und Folgen des Marktgeschehens würden unbekannte Verhaltensweisen ausgeklammert und Freiheitspositionen aufgehoben, weil Wettbewerb nur bei definitionsgemäßem Verhalten vorliegen würde.¹⁵⁵

Bestimmte Merkmale sind jedoch für das Entstehen von Wettbewerb notwendig. Anhand dieser lässt Wettbewerb sich stark verallgemeinert charakterisieren als „*die Existenz von Märkten mit mindestens zwei Anbietern oder Nachfragern, die sich antagonistisch (Gegenteil: synagonistisch bzw. kooperativ) verhalten, d. h. durch Einsatz eines oder mehrerer Aktionsparameter ihren Zielerreichungsgrad zu Lasten anderer Wirtschaftssubjekte verbessern wollen.*“¹⁵⁶

Geprägt wurden die Begriffe Wettbewerb und Konkurrenz von *Adam Smith*. Dieser erste bekannte Vertreter der Nationalökonomie versteht sie

153 *Monopolkommission*, XIX. Hauptgutachten, 2012, Rn. 448; *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 652.

154 *Mestmäcker/Schweitzer*, Europäisches Wettbewerbsrecht, 2014, § 3 Rn. 4; vgl. ausführlich zum Begriff des Wettbewerbs *Mestmäcker*, ZWeR 2010, 1, 8 ff.

155 *Mestmäcker/Schweitzer*, Europäisches Wettbewerbsrecht, 2014, § 3 Rn. 1.

156 *Schmidt/Haucap*, Wettbewerbspolitik und Kartellrecht, 2013, S. 3 f.

im Sinne einer Wettkampfprivalität, die aber selbst von grundlegenden Bedingungen abhängt. So ist ein unabhängiges Handeln der Wirtschaftssubjekte ohne Absprachen (Kartelle), eine ausreichende große Zahl potenzieller oder tatsächlicher Wettbewerber (zur Eliminierung außergewöhnlicher Gewinne), ein ausreichendes Wissen über die Marktverhältnisse und ausreichende Zeit für die notwendigen Anpassungsvorgänge bei der Faktorallokation (in Bezug auf die Verteilung der Produktionsfaktoren) erforderlich.¹⁵⁷

2. Wettbewerbstheoretische Leitbilder

Inhalt der Wettbewerbstheorie sind *„Wesen, Voraussetzungen, Wirkungen und sich daraus ergebende Funktionen marktwirtschaftlichen Wettbewerbs.“*¹⁵⁸ Je nach Überzeugungen wurden daraus verschiedene wettbewerbstheoretische Leitbilder entworfen, die versuchen, ein Idealbild des Wettbewerbs zu beschreiben.¹⁵⁹ Deren Entwicklung wird im Folgenden zusammenfassend nachgezeichnet.

Das über lange Zeit vorherrschende Leitbild in der Ökonomie war die im frühen 20. Jahrhundert entwickelte Theorie des vollständigen Wettbewerbs. Die Theorie geht vereinfacht von einem statischen Zustand der Wirtschaft mit homogenen Gütern und einer vollständigen Konkurrenz mit einer sehr großen Anzahl an Anbietern und Nachfragern sowie vollkommener Markttransparenz aus.¹⁶⁰ Diese Grundannahmen wurden jedoch ab Mitte des 20. Jahrhunderts als unrealistisch und zu statisch verworfen und vom Konzept des funktionsfähigen Wettbewerbs (*„workable competition“*) verdrängt. Maßgeblich geht das Konzept des funktionsfähigen Wettbewerbs auf den US-Ökonom *John M. Clark* zurück, der damit ein *„second best“*-Konzept verfolgte. Im Gegensatz zum Leitbild des vollständigen Wettbewerbs wird ein solcher beim funktionsfähigen Wettbewerb nicht mehr angestrebt, sondern vielmehr anerkannt, dass auch Marktunvollkommenheiten nicht nur wettbewerbsmindernd, sondern auch wettbewerbsfördernd

157 *Kling/Thomas*, Kartellrecht, 2016, § 2 Rn. 6; *Schmidt/Haucap*, Wettbewerbspolitik und Kartellrecht, 2013, S. 5.

158 *Immenga*, ZWeR 2006, 346, 347.

159 *Immenga*, ZWeR 2006, 346, 347.

160 Ausführlich zur Theorie des vollständigen Wettbewerbs *Schmidt/Haucap*, Wettbewerbspolitik und Kartellrecht, 2013, S. 7 ff.

wirken können.¹⁶¹ Mehrere Unvollkommenheiten auf einem Markt können demnach dem Wohlfahrtsmaximum näherkommen als eine Verminderung existierender Unvollkommenheiten.¹⁶² Clark entwickelte sein Konzept später weiter zum Leitbild des „effective competition“,¹⁶³ indem er versuchte, die Theorie der Innovation von Joseph A. Schumpeter¹⁶⁴ zu integrieren.¹⁶⁵ Entscheidend an dieser Veränderung ist, dass Wettbewerb als dynamischer Prozess mit einer ewigen Abfolge an Vorstoß- und Verfolgungsphasen verstanden wird. Dadurch werden Marktunvollkommenheiten nicht mehr als die zweitbeste Lösung, sondern als unabdingbar für technischen Fortschritt angesehen. Vollständiger Wettbewerb hatte damit als Konzept ausgedient und wurde nicht mehr als wünschenswertes Ziel betrachtet.¹⁶⁶

In Deutschland entwickelten sich in der Folgezeit zwei verschiedene wettbewerbstheoretische Leitbilder, was sich in der sog. *Kantzenbach/Hoppmann*-Kontroverse ausdrückte. Beide Leitbilder gehen von Wettbewerb als einem dynamischen Prozess und nicht als statischem Gleichgewichtszustand aus. Die Marktunvollkommenheiten beurteilen sie jedoch unterschiedlich. Erhard Kantzenbach griff dafür das Konzept des funktionsfähigen Wettbewerbs auf. Dafür schrieb er dem Wettbewerb Funktionen zu, die er erfüllen müsse. Dies sind die drei „statischen Funktionen“ der marktgerechten Einkommensverteilung (1), der Konsumenten-souveränität (2) und der optimalen Faktorallokation (3), sowie die beiden „dynamischen Funktionen“ der Anpassungsflexibilität (4) und des technischen Fortschritts (5).¹⁶⁷ Unter Berücksichtigung dieser Funktionen zog er den Schluss, dass die wohlfahrtsoptimale Marktform nicht die vollständige Konkurrenz unter „extremen Marktbedingungen“ sei. Vielmehr entstehe die optimale Wettbewerbsintensität „im Bereich weiter Oligopole mit unvollkommener Produkthomogenität und Markttransparenz“. ¹⁶⁸ Dem gegenüber steht das Konzept des freien Wettbewerbs der sog. Neuklassik, das durch

161 Clark, 30 The American Economic Review 1940, 241, 242.

162 Schmidt/Haucap, Wettbewerbspolitik und Kartellrecht, 2013, S. 12 f. Ausführlich zum Konzept des funktionsfähigen Wettbewerbs auch Kling/Thomas, Kartellrecht, 2016, § 2 Rn. 11 ff.

163 Siehe Clark, Competition as a Dynamic Process, 1963.

164 Zentrale Werke Schumpeter, Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 2006; Schumpeter, Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, 2008.

165 Schmidt/Haucap, Wettbewerbspolitik und Kartellrecht, 2013, S. 13.

166 Schmidt/Haucap, Wettbewerbspolitik und Kartellrecht, 2013, S. 13.

167 Kantzenbach, Die Funktionsfähigkeit des Wettbewerbs, 1967, S. 16 ff.

168 Kantzenbach, Die Funktionsfähigkeit des Wettbewerbs, 1967, S. 130.

Erich Hoppmann geprägt wurde.¹⁶⁹ Hoppmann rückt die Wettbewerbsfreiheit der Marktteilnehmer als ökonomisches Äquivalent einer freiheitlichen Gesellschaftsordnung und die ökonomische Vorteilhaftigkeit als zwei Zielkomplexe in den Mittelpunkt seines Leitbildes. Die Wettbewerbsfreiheit erfasse sowohl die Freiheit der Konkurrenten zu Vorstoß und Imitation als auch die Auswahlfreiheit der Marktgegenseite.¹⁷⁰ Außerdem besteht nach seiner Ansicht kein Konflikt zwischen den Zielkomplexen. Vielmehr seien Wettbewerbsfreiheit und ökonomische Vorteilhaftigkeit „zwei Seiten derselben Medaille“. ¹⁷¹ Sein Konzept ist somit stark vom Verständnis des Wettbewerbs als spontaner Ordnung von Friedrich A. von Hayek beeinflusst, wonach der Wettbewerb ein Such- und Entdeckungsverfahren sei, dessen Ergebnisse nicht vorausgesagt werden können.¹⁷² Hier zeigt sich der Gegensatz zu Kantzenbach, dessen *ex ante* festgelegte Zielfunktionen des Wettbewerbs von Hoppmann abgelehnt werden.¹⁷³ Wichtig ist in diesem Zusammenhang aber die Feststellung Franz Böhms, dass Wettbewerbsfreiheit nicht mit Privatautonomie gleichgesetzt werden kann. Die Koordination des Wirtschaftsbedarfs solle zwar ausdrücklich den privaten Marktteilnehmern überlassen werden. Jedoch dürfen diese ihre Freiheiten nicht dazu nutzen, die Wirtschaftsordnung als solche zu beeinflussen.¹⁷⁴ Darin liegt eine prinzipielle Überordnung der Wettbewerbsfreiheit über die Privatautonomie.¹⁷⁵

3. Ziele des modernen Kartellrechts in der EU und Deutschland

a) Wettbewerbsfreiheit und ordoliberaler Ursprung

Das moderne europäische Kartellrecht entstand mit der Errichtung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) durch die Römischen Ver-

169 Ausführlich zum wettbewerbstheoretischen Leitbild der Neuklassik Schmidt/Haucap, Wettbewerbspolitik und Kartellrecht, 2013, S. 18 ff.

170 Hoppmann in: Schneider, Zum Problem einer wirtschaftspolitisch praktikablen Definition des Wettbewerbs, 1968, S. 15 f.

171 Hoppmann in: Schneider, Zum Problem einer wirtschaftspolitisch praktikablen Definition des Wettbewerbs, 1968, S. 21.

172 Zentrales Werk Hayek, Der Wettbewerb als Entdeckungsverfahren, 1968.

173 Schmidt/Haucap, Wettbewerbspolitik und Kartellrecht, 2013, S. 19.

174 Böhm in: Goldschmidt/Wohlgemuth, Das Problem der privaten Macht, 2008, S. 61.

175 Gasser, Der Marktstrukturmissbrauch in der Plattformökonomie, 2021, S. 155.f.

träge von 1957. Ihr im Primärrecht verankertes Ziel war „*ein System, das den Wettbewerb innerhalb des Binnenmarkts vor Verfälschungen schützt*“ (Art. 3 lit. f) EWGV; später Art. 3 Abs. 1 lit. g) EG). Mit der Vertragsreform von Lissabon wurde Art. 3 Abs. 1 lit. g) EG aufgrund des Einwirkens Frankreichs zwar aus dem Vertrag gestrichen. Da das „System unverfälschten Wettbewerbs“ aber gleichzeitig in das Zusatzprotokoll Nr. 27 zum EUV und AEUV aufgenommen wurde, wurde das Kartellrecht als Teil des EU-Rechts nur auf den ersten Blick abgeschwächt. Denn die Zusatzprotokolle haben gem. Art. 51 EUV denselben Rang wie die Verträge, sodass die Rechtsqualität gleichbleibt.¹⁷⁶

Der Schutz des Systems unverfälschten Wettbewerbs wird in erster Linie durch Art. 101 bis 109 AEUV gewährleistet. Diese enthalten (neben den Artikeln zur staatlichen Beihilfe) das Kartell- und das Missbrauchsverbot, die zusammen mit der in der FKVO¹⁷⁷ geregelten Fusionskontrolle die „drei Säulen“ des Kartellrechts bilden. Im Gegensatz zur im nächsten Absatz vorgestellten Rechtsentwicklung in Deutschland lassen sich die wettbewerbspolitischen Vorstellungen der Verfasser der Vorgängerartikel der Art. 101 ff. AEUV mangels einer mitherausgegebenen Begründung historisch nicht ganz sicher nachvollziehen. Auswertungen in den 1980er Jahren veröffentlichter Dokumente aus den Archiven der Institutionen der Europäischen Gemeinschaften zeigen jedoch, dass die wettbewerbspolitische Konzeption der europäischen Wettbewerbsregeln sich insbesondere an den ordoliberalen Vorstellungen der Freiburger Schule mit dem Idealbild des vollständigen Wettbewerbs orientierte.¹⁷⁸

Auch das deutsche Kartellrecht in Form des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB) geht auf das Jahr 1957 zurück und enthält heute Kartellverbot, Missbrauchsverbot und Fusionskontrolle. Wettbewerbspolitisch beruhte es ebenfalls auf der Freiburger Schule, die als Ideal das Leitbild die Theorie des vollständigen Wettbewerbs verfolgte und dafür das Konzept des Freiheitsschutzes in den Mittelpunkt rückte.¹⁷⁹ Die wettbewerbspolitische Konzeption der europäischen und deutschen Wettbewerbsregeln war also weitgehend identisch.¹⁸⁰ Erst Mitte 1960er Jahre wurde das

176 Kling/Thomas, Kartellrecht, 2016, § 1 Rn. 2.

177 Verordnung (EG) Nr. 139/2004 des Rates vom 20. Januar 2004 über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen („FKVO“), ABl. 2004 L 24, 1.

178 Kling/Thomas, Kartellrecht, 2016, § 2 Rn. 35 f.

179 BT-Drucks. II/1158, Anlage 1, A.IV. und A.V.; Kling/Thomas, Kartellrecht, 2016, § 2 Rn. 31 ff. m.w.N.

180 Kling/Thomas, Kartellrecht, 2016, § 2 Rn. 35.

Konzept des funktionsfähigen Wettbewerbs in die deutsche Wettbewerbstheorie übernommen und prägte ab diesem Zeitpunkt das Kartellrecht und die Rechtsanwendung in Deutschland und Europa.¹⁸¹

b) Wohlfahrt und der *more economic approach*

Seit der Jahrtausendwende wurden das Unionskartellrecht und das deutsche Kartellrecht fortschreitend ökonomisiert. Der entscheidende Auslöser war die Aufhebung dreier Kommissionsentscheidungen aus dem Bereich der Fusionskontrolle durch das EuG wegen unzureichender ökonomischer Argumentation.¹⁸² In der Folge überarbeitete die Kommission ihre ökonomische Analyse bei der Anwendung der Wettbewerbsregeln. Dabei verfolgte sie das Ziel, durch die Verbesserung der ökonomischen Bewertungsgrundlagen mehr Transparenz und Rechtssicherheit zu schaffen.¹⁸³ Gleichzeitig verschob sie aber auch den Schutzgegenstand vom Wettbewerb als Institution hin zur Konsumentenwohlfahrt.¹⁸⁴ Das Ziel des Wettbewerbsrechts soll demnach ökonomische Effizienz zur Mehrung der Konsumentenwohlfahrt und nicht der Schutz des Wettbewerbs an sich sein. Wettbewerb wird nach diesem Verständnis der Kommission nur noch als Instrument zur Erreichung dieses Ziels gesehen.

Einem solchen ausschließlich instrumentalen Verständnis hat der EuGH in seinem Urteil *GlaxoSmithKline* aus dem Jahr 2009 jedoch eine Absage erteilt. Er stellte klar, dass ökonomischen Rahmenbedingung zwar umfassend gewürdigt werden müssen, das Kriterium der Verbraucherbenachteiligung aber kein Tatbestandsmerkmal des europäischen Kartellverbots sei. Zweck der Wettbewerbsregeln sei nicht nur der unmittelbare Schutz der Verbraucher, sondern eben auch der Schutz der Struktur des Marktes und damit des Wettbewerbs als solchen.¹⁸⁵

181 *Kling/Thomas*, Kartellrecht, 2016, § 2 Rn. 34.

182 EuG, 6.6.2002, Rs. T-342/99, ECLI:EU:T:2002:146 – *Airtours*; EuG, 22.10.2002, Rs. T-310/01, ECLI:EU:T:2002:254 – *Schneider Electric*; EuG, 25.10.2002, Rs. 5/02, ECLI:EU:T:2002:264 – *Tetra Laval*.

183 *Kling/Thomas*, Kartellrecht, 2016, § 2 Rn. 41.

184 Vgl. für den Missbrauchstatbestand EU KOM, Mitteilung v. 24.2.2009, 2009/C45/02, Rn. 5 – Prioritätenmitteilung.

185 EuGH, 6.10.2009, Rs. C-501/06 P u.a., ECLI:EU:C:2009:610, Rn. 63 f. – *GlaxoSmithKline/Kommission*; siehe auch EuGH, 12.5.2022, Rs. C-377/20, ECLI:EU:C:2022:379, Rn. 61 – *SEN*.

c) Stellungnahme und Einordnung der wettbewerblchen Schadenstheorie

Somit beherrschen hauptsächlich zwei Strömungen¹⁸⁶ das Verständnis des europäischen und deutschen Kartellrechts. Nach „traditionellem“ Verständnis ist der Zweck des Kartellrechts der Schutz der Wettbewerbsfreiheit. Die Wettbewerbsfreiheit (als primäres Ziel) sichert demnach den Wettbewerb zwischen den Wirtschaftsteilnehmern, der zu wirtschaftlicher Wohlfahrt (als sekundärem Ziel) führen soll.¹⁸⁷ Im Mittelpunkt dieses Verständnisses steht somit der Wettbewerbsprozess.

Konträr dazu sieht der *more economic approach* den Zweck der Kartellgesetze in der Gewährleistung wirtschaftlicher Wohlfahrt durch ökonomische Effizienz. Damit erklärt dieses Verständnis das gewünschte Ergebnis, die wirtschaftliche Wohlfahrt, zum Ziel, während der Wettbewerbsprozess an sich in den Hintergrund tritt. Wettbewerbsbeschränkungen würden dann direkt anhand ihrer wirtschaftlichen Ergebnisse beurteilt.¹⁸⁸ Während die Kommission sich primär dem *more economic approach* verschrieben hat, bleibt der EuGH dem „traditionellen“ Verständnis treu und sieht die Struktur des Marktes und den Wettbewerbsprozess als zentrales Schutzgut der Wettbewerbsregeln.¹⁸⁹ Er öffnet sich jedoch insofern einer stärkeren Ökonomisierung, als dass er (etwa in der Entscheidung *Intel*) eine umfassende ökonomische Analyse bei der Anwendung der Wettbewerbsregeln zulässt.¹⁹⁰ Diese Linie des EuGH ist zu begrüßen. Bei einem Schnittstellenrechtsgebiet wie dem Kartellrecht ist eine Einbeziehung aktueller ökonomischer Erkenntnisse wichtig, da sie das Verständnis von Wettbewerbsprozessen verbessern. Gleichzeitig trägt das Festhalten am Schutzgut des Wettbewerbsprozesses zur Rechtssicherheit bei. Ökonomische empirische Erkenntnisse sind nicht immer robust und aufgrund spezifischer Annahmen in ökonomischen Modellen kann es schwierig sein, allgemeine Schlussfol-

186 Grafische Gegenüberstellung der Konzepte bei Zäch in: Möschel, Was bezweckt das schweizerische Kartellgesetz - die Gewährleistung von Wettbewerb oder von Konsumentenwohlfahrt?, 2010, S. 42.

187 Künzler, Effizienz oder Wettbewerbsfreiheit, 2008, S. 4, 9.

188 Künzler, Effizienz oder Wettbewerbsfreiheit, 2008, S. 5 f., 9; Zäch in: Möschel, Was bezweckt das schweizerische Kartellgesetz - die Gewährleistung von Wettbewerb oder von Konsumentenwohlfahrt?, 2010, S. 42.

189 EuGH, 6.10.2009, Rs. C-501/06 P u.a., ECLI:EU:C:2009:610, Rn. 63 – *GlaxoSmith-Kline/Kommission*.

190 EuGH, 6.9.2017, Rs. C-413/14 P, ECLI:EU:C:2017:632, Rn. 142-144 – *Intel*.

gerungen aus diesen zu ziehen.¹⁹¹ Dadurch wird eine abschließende Bewertung über Wohlfahrtssteigerung oder -beeinträchtigung für Gerichte und Behörden äußerst komplex und schwer zu treffen. Im Gegensatz zur Intention der Kommission trägt die Herangehensweise des *more economic approach* damit zwar zur genaueren Bewertung von Einzelfällen, aber nicht unbedingt zur Rechtssicherheit bei.¹⁹² Die Untersuchung wirtschaftlicher Zusammenhänge erhöht jedoch die Transparenz sowie die Nachvollziehbarkeit von Entscheidungen und deren richterliche Überprüfbarkeit, wenn die ökonomische Argumentation offengelegt wird und die Verbindungen von Marktstruktur, Marktverhalten und Marktergebnis, also letztlich Wettbewerbsprozess und Wettbewerbsergebnis, aufgezeigt werden.

Aus dieser Notwendigkeit der Transparenz erklärt sich die Entwicklung wettbewerblicher Schadenstheorien. Ebenso ergibt sich aus ihrer historischen und konzeptionellen Einordnung ihr Zweck. Sie sollen Erkenntnisse zu wirtschaftlichen Ergebnissen in den Tatbestand der Wettbewerbsbeschränkung übersetzen. Dazu verknüpfen sie das Marktverhalten des Normadressaten oder die vom Normadressaten durch eine Fusion herbeigeführte Marktstruktur mit dem negativen wirtschaftlichen Marktergebnis der ökonomischen Analyse. Auf diese Weise wird eine ökonomische Legitimation der behördlichen Intervention erzielt.¹⁹³ Wettbewerbliche Schadenstheorien sind somit eine direkte Folge der Ökonomisierung des Kartellrechts.

II. Begriff und Konzept der Schadenstheorie

Der Begriff der wettbewerblichen Schadenstheorie wird häufig verwendet, ohne ihn und seine Anforderungen exakt zu definieren. Eine allgemein anerkannte Definition der wettbewerblichen Schadenstheorie existiert nicht. Über ihr grundlegendes Konzept besteht jedoch Einigkeit. Eine Schadenstheorie erklärt demnach, wie der Wettbewerb im Vergleich zu einem angemessenen Alternativszenario („*counterfactual*“) beeinträchtigt wird und es

191 Kerber/Schwalbe in: MüKoEuWettbR, 2023, Kap. 1 Rn. 137.

192 Zum *more economic approach* und seinen Schwächen Rohner, Art. 102 AEUV und die Rolle der Ökonomie, 2023, S. 69 ff.

193 Vgl. Podszun, Digital Ecosystems, Decision-Making, Competition and Consumers – On the Value of Autonomy for Competition, SSRN Working Paper, 2019, S. 4.

zu einem Schaden anderer Marktteilnehmer bzw. der Wohlfahrt kommt.¹⁹⁴ Ähnlich der zivilrechtlichen Schadensberechnung beruht sie somit auf dem Vergleich zweier Szenarien. Es wird ein potenziell wettbewerbsschädliches Szenario, das sowohl ein Marktverhalten als auch eine Marktstruktur sein kann, einem mehr idealtypischen Szenario ohne das potenziell schädliche Marktverhalten oder die potenziell schädliche Marktstruktur gegenübergestellt. Die ermittelten Effekte bilden den „Schaden“ für Marktteilnehmer und Wohlfahrt ab. Die wettbewerbliche Schadenstheorie versucht, eine theoretische Erklärung der Effekte zu liefern und eine Verknüpfung zum Normadressaten herzustellen. Dadurch kommt ihr eine wichtige Funktion zwischen Ökonomie und Recht zu. Die ermittelten ökonomischen Effekte können auf diese Weise durch das Recht erfasst und einem Marktakteur zugeordnet werden. Die wettbewerbliche Schadenstheorie ist die Verknüpfung der Auswirkungen auf das ökonomische Phänomen Wettbewerb (und die Marktergebnisse) mit einer Marktstruktur oder einem Marktverhalten.

Besondere Bedeutung erlangen wettbewerbliche Schadenstheorien daher bei der Rechtsanwendung. Diskutiert werden sie unter diesem Begriff regelmäßig bei der Fusionskontrolle und der Bewertung von Marktmachtmisbräuchen.¹⁹⁵ Die Schadenstheorie unterlegt in beiden Fällen das Tatbestandsmerkmal der Wettbewerbsbeschränkung. Im Rahmen des Kartellverbots kommen wettbewerbliche Schadenstheorien bisher hingegen nur teilweise zur Geltung. Dies überrascht aber nicht, weil die Schädigung des Wettbewerbs im Sinne einer Veränderung der Marktergebnisse durch abgestimmte Verhaltensweisen im Vergleich zum Alternativszenario des idealtypischen Wettbewerbs häufig offensichtlich ist.

Seltener aber ebenso wichtig ist die Entwicklung und Diskussion von wettbewerblichen Schadenstheorien im Rahmen der Gesetzgebung.¹⁹⁶ Wettbewerb ist ein ökonomisches Phänomen. Ein gutes Gesetz zu seinem

194 Vgl. *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 652; Zenger/Walker in: Bourgeois/Waelbroeck, *Theories of harm in European competition law: A progress report*, 2012, S. 185.

195 *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 652.

196 Siehe für eine solche Diskussion z. B. *Bundesministerium für Wirtschaft und Energie*, Referentenentwurf 10. GWB-Novelle, 2020, S. 75, 78 f., in dem Schadens-theorien zum wettbewerblichen Gefährdungspotential von Unternehmen mit über-ragender marktübergreifender Bedeutung zur Begründung der Einführung neuer Missbrauchstatbestände im Rahmen des neuen § 19a GWB angeführt werden, und *Motta/Peitz*, *Intervention triggers and underlying theories of harm - Expert advice for the Impact Assessment of a New Competition Tool*, 2020, S. 38 („As argued above, there is a wide set of theories of harm that may justify an NCT investigation.“)

Schutz kann daher nur entstehen, wenn der Gesetzgeber auf Kenntnisse über die ökonomischen Auswirkungen und eine fundierte Theorie zur Ursache dieser Auswirkungen zurückgreifen kann. Nur dann kann ein Gesetz präzise die Ursachen bekämpfen und „Kollateralschäden“ im Sinne der Untersagung von für das Marktergebnis nicht ursächlichen Marktverhalten oder Marktstrukturen verhindern. Dies gebietet auch das traditionelle Konzept der Wettbewerbsfreiheit, nach dem die unternehmerische Freiheit als Ausdruck der individuellen Freiheit in demokratischen Gesellschaften nur eingeschränkt werden darf, wenn sie den Prozess des Wettbewerbs beschädigt.¹⁹⁷

Das Ziel einer wettbewerblichen Schadenstheorie ist mithin, die Vergleichsszenarien und die theoretische Erläuterung eines schlüssigen Ursache-Wirkungs-Zusammenhangs transparent darzulegen. Denn eine Offenlegung der Schadenstheorie durch die Wettbewerbsbehörde bei der Rechtsanwendung verhindert, dass unschlüssige oder spekulative Wettbewerbsbedenken Eingang in den Bewertungsprozess finden.¹⁹⁸ Gleichzeitig wird die Gedankenführung der Behörde transparenter und ermöglicht so eine effektivere gerichtliche Kontrolle. Im Rahmen der Gesetzgebung werden auf diese Weise effektive und zielgenaue Gesetze ermöglicht. Die Entwicklung von Schadenstheorien erhöht somit die Qualität der kartellrechtlichen Rechtsanwendung und Gesetzgebung.¹⁹⁹

III. Anforderungen an die Schadenstheorie

Die Anforderungen an eine wettbewerbliche Schadenstheorie lassen sich aus ihrem grundlegenden Konzept der wissenschaftlichen Hypothesenbildung und ihrem Zweck, ökonomische Erkenntnisse ins Recht zu übertragen, ableiten – sei es bei der Ausfüllung des Tatbestandsmerkmals der Wettbewerbsbeschränkung oder als Grundlage und Begründung neuer Gesetzgebung.

Zuerst muss das Alternativszenario bestimmt werden, mit dem das Ausgangsszenario verglichen werden kann. Dabei handelt es sich um ein hy-

[...] *To state the obvious, a suitable remedy is intimately related to the theory of harm.*“).

197 Siehe Drittes Kapitel A. I. 2.

198 Zenger/Walker in: Bourgeois/Waelbroeck, Theories of harm in European competition law: A progress report, 2012, S. 185.

199 Vgl. Zenger/Walker in: Bourgeois/Waelbroeck, Theories of harm in European competition law: A progress report, 2012, S. 209.

pothetisches Szenario ohne die potenziell wettbewerbsschädigende Marktstruktur oder das potenziell wettbewerbsschädigende Marktverhalten.

Sodann muss ein kausaler Zusammenhang zwischen Wohlfahrtsverlusten und der Marktstruktur oder dem Marktverhalten hergestellt werden. Der wichtigste Indikator dafür sind empirische Erkenntnisse aus der ökonomischen Forschung, die eine positive Korrelation zwischen dem Auftreten der in Frage stehenden Marktstruktur oder des Marktverhaltens und negativen Marktergebnissen (Wohlfahrtsverlusten) aufzeigen. An dieser Stelle geht die Schadenstheorie über den rein ökonomischen Erkenntnisgewinn hinaus. Korrelation bedeutet nicht Kausalität, denn Korrelation allein beweist nicht einen ursächlichen Zusammenhang. Zwei Beobachtungen können auch in einer statistischen Beziehung zueinanderstehen, ohne sich gegenseitig zu beeinflussen.²⁰⁰ Dieses Problem stellt sich insbesondere bei der empirischen Untersuchung des komplexen Wirtschaftslebens, bei dem unzählige Faktoren Einfluss auf die Marktergebnisse haben und nicht unter Laborbedingungen nur einzelne Faktoren geändert werden können.²⁰¹ Ein Verhalten oder eine Marktstruktur aufgrund einer Korrelation mit negativen Marktergebnissen zu untersagen, wäre Spekulation und genügt nicht den Anforderungen an einen Rechtsstaat. Daher ist eine theoretische Analyse des Ursache-Wirkungs-Zusammenhangs erforderlich. Es müssen in der wettbewerblichen Schadenstheorie logisch schlüssige Mechanismen aufgezeigt werden, mittels derer die Marktstruktur oder das Marktverhalten Wohlfahrtsverluste herbeiführt. Logisch schlüssig ist ein Ursache-Wirkungs-Zusammenhang, wenn eine Veränderung der Marktergebnisse in der Macht des Normadressaten steht und dies auch mit seinen Motiven und Interessen übereinstimmt. So kann zumindest mit einer hohen Wahrscheinlichkeit vom Vorliegen eines kausalen Zusammenhangs ausgegangen werden. Ist dies nicht der Fall, werden Effekte mit hoher Wahrscheinlichkeit durch andere Ursachen hervorgerufen. Im Idealfall können auch die einzelnen Mechanismen einer empirischen Kontrolle unterzogen werden.

200 Siehe <https://de.statista.com/statistik/lexikon/definition/77/korrelation/> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

201 Vgl. *Mankiw/Taylor*, Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, 2018, S. 27.

Zusammengefasst muss eine wettbewerbliche Schadenstheorie daher folgende Anforderungen erfüllen:²⁰²

- Sie stellt dem Ausgangsszenario ein Alternativszenario ohne die potenziell wettbewerbsschädigende Marktstruktur oder das potenziell schädigende Marktverhalten gegenüber.
- Sie legt einen logisch schlüssigen Ursache-Wirkungs-Zusammenhang dar. Dieser erklärt den Mechanismus, wie der Wettbewerb und letztendlich die Konsumentenwohlfahrt (Marktergebnis) im Ausgangsszenario im Vergleich zum Alternativszenario geschädigt wird. Dabei müssen die Handlungsmöglichkeiten sowie die Motive und Interessen der handelnden Parteien berücksichtigt werden.
- Sie muss mit den verfügbaren empirischen Beweisen übereinstimmen (oder darf diesen zumindest nicht widersprechen).

B. Schadenstheorien zu indirekten Horizontalverflechtungen

Auch die Grundlage für die Untersuchung der möglicherweise wettbewerbsschädigenden Wirkungen von indirekten Horizontalverflechtungen muss eine wettbewerbliche Schadenstheorie bilden. Nach dem Konzept der wettbewerblichen Schadenstheorie werden in einem ersten Schritt die Vergleichsszenarien bestimmt (dazu I.). Die Schadenstheorien selbst werden, der Terminologie der Fusionskontrolle folgend, nach unilateralen und koordinierten Wirkungen kategorisiert und bewertet (dazu II. und III.).²⁰³ Zuletzt wird beschrieben, in welcher Weise die Schadenstheorien bereits durch die Kommission aufgegriffen wurden (dazu IV.).

I. Bestimmung der Vergleichsszenarien

Jede wettbewerbliche Schadenstheorie beruht auf dem Vergleich des untersuchten Szenarios mit einem angemessenen Alternativszenario („*counterfactual*“).

202 Angelehnt an Zenger/Walker in: Bourgeois/Waelbroeck, Theories of harm in European competition law: A progress report, 2012, S. 185.

203 Vgl. zur Terminologie EU-Kommission, Leitlinien zur Bewertung horizontaler Zusammenschlüsse gemäß der Ratsverordnung über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen („Leitlinien für horizontale Zusammenschlüsse“), ABl. 2004/C 31/03, Rn. 22.

1. Untersuchungsszenario mit indirekter Horizontalverflechtung

Das Untersuchungsszenario orientiert sich an den oben dargestellten realen Beteiligungsstrukturen börsennotierter Unternehmen.²⁰⁴ Durch die freie Handelbarkeit von Aktien sind ihre Unternehmensanteile oft auf tausende Anteilseigner aufgeteilt. Die Analyse der Beteiligungsstrukturen zeigt, dass einige dieser Anteilseigner auch Minderheitsbeteiligungen an anderen börsennotierten Unternehmen halten.

Im Untersuchungsszenario hält daher ein Investor Minderheitsbeteiligungen in Form von Aktienpaketen an mindestens zwei börsennotierten Unternehmen, die im selben relevanten Markt agieren und deshalb miteinander im Wettbewerb stehen (indirekte Horizontalverflechtung).

2. Alternativszenario ohne Horizontalverflechtung

Im Alternativszenario entfällt die strukturelle Verbindung der Unternehmen über den Investor. Alle anderen Parameter bleiben unangetastet, sodass nicht Unternehmen jeder Organisationsart, sondern ebenfalls wieder nur börsennotierte Unternehmen im Szenario enthalten sein dürfen. Das Alternativszenario bilden daher börsennotierte Unternehmen ohne gemeinsame Anteilseigner, die im selben relevanten Markt miteinander im Wettbewerb stehen.

II. Schadenstheorie zu unilateralen Effekten

Unilaterale Effekte, auch einseitige oder nichtkoordinierte Effekte genannt, beschreiben Auswirkungen auf das Marktergebnis, die durch einseitige Unternehmensentscheidungen verursacht werden.²⁰⁵ In erster Linie sind davon die Produktpreise durch veränderte Preissetzungsanreize betroffen. Ein reduzierter Wettbewerbsdruck kann aber ebenfalls Anpassungen bezüglich anderer Wettbewerbsparameter bewirken – wie zum Beispiel eine Verringe-

²⁰⁴ Siehe Zweites Kapitel C.

²⁰⁵ *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 459.

rung der Produktionsmenge, der Produktqualität, der Angebotsvielfalt oder der Innovationstätigkeit.²⁰⁶

1. Rückgriff auf etablierte Schadenstheorien

Die wettbewerbliche Schadenstheorie zu unilateralen Effekten indirekter Horizontalverflechtungen baut auf bereits etablierten Schadenstheorien zu verwandten Marktstrukturphänomenen auf.²⁰⁷ Ökonomen diskutieren bereits seit den 1980er Jahren die theoretischen unilateralen Auswirkungen von direkten Minderheitsbeteiligungen an Wettbewerbern (im Folgenden: direkte Horizontalverflechtungen) sowie von horizontalen Gemeinschaftsunternehmen.²⁰⁸ Dabei greifen sie unter anderem auf die Erkenntnisse zu unilateralen Effekten von horizontalen Zusammenschlüssen zurück.²⁰⁹

Besonders hervorzuheben sind in diesem Zusammenhang drei zentrale Werke:

- *Reynolds/Snapp* untersuchen die unilateralen Effekte von finanziellen Beteiligungen an Wettbewerbern und von horizontalen Gemeinschaftsunternehmen, die von zwei Wettbewerbern gegründet werden und im gleichen relevanten Markt tätig sind, im Kontext eines Cournot-Modells mit homogenen Produkten.²¹⁰ Das Cournot-Modell beschreibt den Mengenwettbewerb in einem oligopolistischen Markt. Die strategische Entscheidung des einzelnen Anbieters liegt in der Festlegung seiner Produktionsmenge, wodurch das Gesamtangebot im Markt festgelegt ist. Die Preise richten sich in der Folge nach dem Gesamtangebot.²¹¹ Das Gegenmodell ist Bertrand-Wettbewerb, in dem die konkurrierenden Anbieter die Angebotspreise statt der Angebotsmengen festlegen (Preiswettbewerb).²¹² *Reynolds/Snapp* kommen zu dem Schluss, dass direkte finan-

206 *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 459; *Posner/Scott Morton/Weyl*, 81 *Antitrust Law Journal* 2017, 669, 680.

207 *Azar/Schmalz/Tecu*, 73 *The Journal of Finance* 2018, 1513, 1519; *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 461; *Seitz*, *Common Ownership im Wettbewerbsrecht*, 2020, S. 35.

208 *Azar/Schmalz/Tecu*, 73 *The Journal of Finance* 2018, 1513, 1519 mit entsprechenden Literaturnachweisen.

209 *O'Brien/Salop*, 67 *Antitrust Law Journal* 2000, 559, 573.

210 *Reynolds/Snapp*, 4 *International Journal of Industrial Organization* 1986, 141 ff.

211 *Bester*, *Theorie der Industrieökonomik*, 2017, S. 83.

212 *Bester*, *Theorie der Industrieökonomik*, 2017, S. 102.

- zielle Interessen an Wettbewerbern bei hohen Marktzutrittsschranken zu geringeren Produktionsmengen und höheren Preisen führen können.²¹³
- *Bresnahan/Salop* differenzieren bei ihrer Betrachtung der wettbewerblichen Anreize von Unternehmen, die ein mit ihnen im Wettbewerb stehendes Gemeinschaftsunternehmen gründen, zwischen finanziellen Interessen an der Beteiligung und den Einflussmöglichkeiten auf diese.²¹⁴
 - Alle vorstehenden Gedanken werden von *O'Brien/Salop* für direkte Horizontalverflechtungen zusammengeführt und weiter ausdifferenziert. Sie analysieren zum einen die Auswirkungen der finanziellen Interessen auf die Wettbewerbsanreize des erwerbenden Unternehmens und zum anderen die Auswirkungen der Einflussmöglichkeiten auf die Wettbewerbsanreize des erworbenen Unternehmens. Die Auswirkungen betrachten sie sowohl im Cournot-Oligopol als auch im Bertrand-Wettbewerb.²¹⁵

2. Veränderung der Preissetzungsanreize

Die Preissetzungsanreize zweier Unternehmen ohne Verflechtung unterscheiden sich von denen zweier verflochtener Unternehmen. Die entfernteste Art der Verflechtung ist die Verbindung über einen Dritten als gemeinsamem Investor. Um die Veränderung der Anreize verflochtener Unternehmen nachvollziehbar darzustellen, werden sie anhand der Verflechtungen vom engsten Szenario des horizontalen Zusammenschlusses bis zum entferntesten Szenario der indirekten Horizontalverflechtung hergeleitet. Die Darstellung orientiert sich an *O'Brien/Salop*²¹⁶. Unter Rückgriff auf alle oben genannten Vorarbeiten gestalten sich die Preissetzungsanreize für jedes Szenario wie folgt:

a) Alternativszenario ohne Horizontalverflechtung

Den Ausgangspunkt der Betrachtung der Preissetzungsanreize bildet das Alternativszenario ohne jegliche horizontalen Verflechtungen. Die Unternehmen sind also weder über einseitige oder wechselseitige Beteiligungen,

213 *Reynolds/Snapp*, 4 International Journal of Industrial Organization 1986, 141 ff.

214 *Bresnahan/Salop*, 4 International Journal of Industrial Organization 1986, 155 ff.

215 *O'Brien/Salop*, 67 Antitrust Law Journal 2000, 559 ff.

216 *O'Brien/Salop*, 67 Antitrust Law Journal 2000, 559, 571 ff.

noch über einen gemeinsamen Anteilseigner miteinander verbunden. Die folgenden Überlegungen beruhen außerdem auf der Annahme, dass die Unternehmen ihre Preise selbständig bestimmen, ohne sich (explizit oder stillschweigend) kollusiv zu verhalten oder auf anderen Wegen ihre Preisentscheidungen zu signalisieren.²¹⁷

Der Zweck eines Unternehmens ist nach der herkömmlichen Wirtschaftstheorie im Marktmodell die Maximierung des Unternehmensgewinns und des Unternehmenswerts, wobei das Unternehmen bei Entscheidungen ausschließlich seine eigene Situation berücksichtigt.²¹⁸ Es ist davon auszugehen, dass jeder Unternehmer seine Preise so setzt, dass sein Unternehmen den maximalen Gewinn erzielt. In einem Markt mit vollkommenem Wettbewerb würde diese Gewinnmaximierung dazu führen, dass die von den Unternehmen geforderten Preise den Grenzkosten entsprechen. In einem Markt mit unvollkommenem Wettbewerb und einer geringen Anzahl an Wettbewerbern oder Produktdifferenzierungen wird hingegen jedem Unternehmen ein gewisser (möglicherweise begrenzter) Preissetzungsspielraum zuteil.²¹⁹ Diesen Spielraum versuchen seine Entscheidungsträger nun so auszuüben, dass der Unternehmensgewinn maximiert wird. Dabei müssen die Vor- und Nachteile einer Preiserhöhung gegeneinander abgewogen werden. Nachteile entstehen bei einer Preiserhöhung durch den Verlust von Kunden, die auf Produkte von Wettbewerbern ausweichen. Die Gewinne, die durch diese Verkäufe hätten erzielt werden können, sind verloren. Auf der anderen Seite steigt die Gewinnmarge eines jeden Verkaufs an einen verbleibenden Kunden. Die Summe beider Effekte ist die Wirkung einer Preissteigerung auf den Unternehmensgewinn. Der gewinnmaximierende Preis für ein Unternehmen ist demnach derjenige, bei dem eine weitere Preiserhöhung die Unternehmensgewinne reduzieren statt erhöhen würde, weil die Verluste durch abwandernde Kunden größer sind als die hinzugewonnenen Gewinnmargen.²²⁰ Dieser gewinnmaximierende Preis entspricht dem Preissetzungsanreiz im Alternativszenario ohne indirekte Horizontalverflechtungen.

217 O'Brien/Salop, 67 Antitrust Law Journal 2000, 559, 571.

218 Vgl. Mankiw/Taylor, Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, 2018, S. 60; Schwalbe, WuW 2020, 130, 133 m.w.N.

219 O'Brien/Salop, 67 Antitrust Law Journal 2000, 559, 572.

220 O'Brien/Salop, 67 Antitrust Law Journal 2000, 559, 572.

b) Horizontaler Zusammenschluss

Übernimmt ein Unternehmen A seinen Wettbewerber B im Rahmen einer Fusion, kann dies seine Preissetzungsanreize so verändern, dass es höhere Preise aufrufen wird. Anders als in der Ausgangssituation sind in diesem Szenario nicht alle Verkäufe verloren, die durch abwandernde Kunden wegfallen. Denn einige dieser Kunden beziehen statt des Produkts des Unternehmens A das Produkt des fusionierten Unternehmens B, sodass ein Teil der verlorenen Verkäufe mit ihren Gewinnen im fusionierten Unternehmen AB verbleiben.²²¹ Bezieht das Unternehmen A diese Kundenrückgewinnung in seine Preissetzung ein, liegt der gewinnmaximierende Preis über dem des Ausgangsszenarios. Preiserhöhungen sind somit bis zu einem höheren Preisniveau profitabel.²²² Diese Anreize ergeben sich ausschließlich aus dem finanziellen Interesse an dem erworbenen Unternehmen B. Dass das erwerbende Unternehmen außerdem das erworbene Unternehmen und dessen Preissetzungen kontrolliert, kann zusätzlich zu Preiserhöhungen führen.²²³

c) Direkte Horizontalverflechtung

In der Situation der direkten Horizontalverflechtung erwirbt Unternehmen A eine Minderheitsbeteiligung an seinem Wettbewerber B. Bei der Analyse der Preissetzungsanreize in dieser Situation muss zwischen den Auswirkungen des finanziellen Interesses auf die Anreize des erwerbenden Unternehmens A und den Auswirkungen der Einflussmöglichkeiten auf die Anreize des erworbenen Unternehmens B unterschieden werden.²²⁴

aa) Auswirkungen auf das erwerbende Unternehmen

Das finanzielle Interesse an den Gewinnen des zum Teil erworbenen Unternehmens B hat Auswirkungen auf die Preissetzungsanreize des erwer-

221 *Whish/Bailey*, Competition Law, 2018, S. 838.

222 *O'Brien/Salop*, 67 Antitrust Law Journal 2000, 559, 573.

223 *O'Brien/Salop*, 67 Antitrust Law Journal 2000, 559, 574.

224 *O'Brien/Salop*, 67 Antitrust Law Journal 2000, 559, 575 f; vgl. dazu auch *Gilo*, 3 Issues in Competition Law and Policy 2008, 1637 ff; *Gilo*, 99 Michigan Law Review 2000, 1 ff.

benden Unternehmens A, die sich direkt aus der Analyse der Anreize bei einem Zusammenschluss ableiten lassen.²²⁵ Genau wie in der Situation des Zusammenschlusses kann A davon ausgehen, dass ein Teil der durch die Preiserhöhung abwandernden Kunden das Produkt bei B beziehen wird, weil die auf die übrigen Marktanbieter entfallende Absatzmenge steigt. Mittels seiner Gewinnbeteiligung am gestiegenen Absatz des B kann A seine Verluste somit teilweise kompensieren. Es findet eine teilweise Internalisierung der Konkurrenzgewinne des B statt, die die Anreize des Unternehmens A zu Preiserhöhung vergrößert.²²⁶

Die Auswirkungen auf die Preissetzungsanreize von direkten Horizontalverflechtungen sind damit jedenfalls für das erwerbende Unternehmen sehr ähnlich zu denen eines Zusammenschlusses. In der Regel sind die Anreize für Preiserhöhungen für das erwerbende Unternehmen jedoch durch den geringeren Anteil der Gewinnrückflüsse geringer ausgeprägt als bei einem vollständigen Zusammenschluss.²²⁷

bb) Auswirkungen auf das erworbene Unternehmen

Die Auswirkungen der direkten Horizontalverflechtung auf die Preissetzungsanreize des erworbenen Unternehmens B richten sich nach dessen Corporate Governance-Struktur. Im Kern geht es darum, welchen Einfluss A auf die Entscheidungen von B nehmen kann.²²⁸

O'Brien/Salop unterscheiden bei ihren Überlegungen zwischen vollständiger Kontrolle, teilweiser Kontrolle und stillem finanziellen Interesse.²²⁹ Die Kategorien entsprechen den in dieser Arbeit verwendeten Kategorien der kontrollierenden Minderheitsbeteiligungen, der nichtkontrollierenden aktiven Minderheitsbeteiligung und der nichtkontrollierenden passiven Minderheitsbeteiligung (in gleicher Reihenfolge).²³⁰

Im Falle eines stillen finanziellen Interesses (nichtkontrollierende passive Minderheitsbeteiligung) erhält A zwar seinen Anteil am Gewinn von B,

225 Vgl. auch *Europäische Kommission*, Weissbuch: Eine wirksamere EU-Fusionskontrolle, 2014, Rn. 28 f.

226 O'Brien/Salop, 67 Antitrust Law Journal 2000, 559, 575.

227 Seitz, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 39.

228 Vgl. auch *Europäische Kommission*, Weissbuch: Eine wirksamere EU-Fusionskontrolle, 2014, Rn. 30.

229 O'Brien/Salop, 67 Antitrust Law Journal 2000, 559, 577.

230 Siehe Zweites Kapitel A. II.

hat jedoch keinerlei Macht, die Entscheidungen des Unternehmens zu kontrollieren oder auch nur zu beeinflussen. Daher verändern sich die Preissetzungsanreize von B bei einer nichtkontrollierenden passiven Minderheitsbeteiligung nicht.²³¹

Die Extremposition auf der anderen Seite des Spektrums ist die vollständige Kontrolle über die Entscheidungen von B (kontrollierende Minderheitsbeteiligung). Dieses Szenario kann sich besonders negativ auf die Preissetzung von B auswirken. Der Grund liegt im Auseinanderfallen von Kontrolle und finanziellem Interesse, das sich bei homogenen Produkten zu einer Art Trittbrettfahrer-Problem (Free-Rider-Problem) aufbauen kann. Denn A trägt die Verluste durch abwandernde Kunden von B nur zum Teil, während die Absatzmenge der anderen Marktteilnehmer und somit auch von A (ihm selbst) steigt. Bei einem geringen finanziellen Interesse kann es dadurch für A insgesamt lukrativ sein, die Preise von B über dessen profitmaximierendes Niveau anzuheben.²³²

Zwischen den beschriebenen Extremszenarien liegt die sehr breite Kategorie der teilweisen Kontrolle (nichtkontrollierende aktive Minderheitsbeteiligung). Die Auswirkungen auf die Preissetzungsanreize hängen vom Einfluss des Unternehmens A auf das Management von B ab. Im Fall des Bestehens treuhänderischer Pflichten, die die Interessen der anderen (nicht an Konkurrenten beteiligten) Anteilseigner schützen, gehen O'Brien/Salop davon aus, dass wie beim stillen finanziellen Interesse keine erhöhten Preissetzungsanreize bei B bestehen.²³³ Führen die Manager die Unternehmen A und B jedoch in einer Weise, die die gemeinsamen Profite beider Firmen maximieren soll, besteht kein Unterschied zu einem Zusammenschluss („Coasian Joint Control“).²³⁴ Ermöglicht die nichtkontrollierende aktive Minderheitsbeteiligung einen Einfluss, der die Manager dazu bewegt, den am gemeinsamen Profit orientierten Anteil an B proportional zu berücksichtigen, ergeben sich daraus Preissetzungsanreize, deren Effekt zwischen dem eines stillen finanziellen Interesses und eines Zusammenschlusses liegt.²³⁵

231 O'Brien/Salop, 67 Antitrust Law Journal 2000, 559, 577 mit der Anmerkung, dass es sich hierbei um den Erstrundeneffekt handelt. Sobald A seine Preise erhöht hat, könnte davon ein Anreiz für B und die anderen Marktteilnehmer ausgehen, ihre Preise ebenfalls zu erhöhen.

232 O'Brien/Salop, 67 Antitrust Law Journal 2000, 559, 578 f.

233 O'Brien/Salop, 67 Antitrust Law Journal 2000, 559, 580 f.

234 O'Brien/Salop, 67 Antitrust Law Journal 2000, 559, 581 f.

235 O'Brien/Salop, 67 Antitrust Law Journal 2000, 559, 583.

d) Untersuchungsszenario indirekte Horizontalverflechtung

Eine indirekte Horizontalverflechtung ist eine Komplikation des Szenarios der direkten Horizontalverflechtung. Nicht Unternehmen A erwirbt eine Minderheitsbeteiligung an seinem Wettbewerber B, sondern der Investor I, der bereits eine Beteiligung an A hält, erwirbt eine weitere Beteiligung an B. A und B sind damit nicht direkt, sondern indirekt über I verbunden.

aa) Übertragbarkeit der Preissetzungsanreize

Die vorangegangenen Analysen zu den Preissetzungsanreizen der verwandten Szenarien lassen sich auf das Untersuchungsszenario der indirekten Horizontalverflechtung übertragen.²³⁶ Die Anreize ändern sich wie folgt: Erhöht A seine Preise, wird ein Teil der Kunden das Produkt bei Wettbewerbern von A erwerben. Zu diesen Wettbewerbern gehört auch B, dessen Absatzmenge dadurch steigt. A selbst kann von den Preissteigerungen nur bis zum gewinnmaximierenden Preis des Ausgangsszenarios ohne jegliche Verflechtung profitieren, da A die Gewinne aus der gestiegenen Absatzmenge von B nicht internalisieren kann. Anders stellt sich die Lage jedoch für den gemeinsamen Anteilseigner I dar, denn er profitiert sowohl von den höheren Preisen der Verkäufe des A, als auch von der gestiegenen Absatzmenge des B.

An einem Rechenbeispiel lässt sich die Anreizsituation für I gut veranschaulichen: A und B verkaufen Bleistifte in Boxen mit je 100 Stiften („eine Einheit“). Angenommen A hat eine Absatzmenge von 10 Einheiten und Grenzkosten pro Einheit von 80 Euro. Bei einem Verkaufspreis von 100 Euro erzielt A einen Gewinn von 200 Euro ($10 \cdot 20$ Euro). Erhöht A den Preis für eine Einheit seiner Bleistifte auf 110 Euro, wandern fünf Kunden zur Konkurrenz ab. Drei von ihnen erwerben die Bleistifte bei B, der wie A zuvor eine Box mit 100 Stiften für 100 Euro bei Grenzkosten von 80 Euro verkauft. A erzielt somit nur noch einen Gewinn von 150 Euro ($5 \cdot 30$ Euro) und hat seinen gewinnmaximierenden Preis somit überschritten. B erzielt jedoch einen zusätzlichen Gewinn von 60 Euro ($3 \cdot 20$ Euro). Sind die Beteiligungshöhen des I an A und B gleich hoch (z. B. 10 %), lohnt sich diese Preiserhöhung für ihn. Statt 20 Euro (10 % von 200 Euro von A) entfallen nun 21 Euro Gewinn auf I (10 % von 150 Euro von A und 10 % von

236 Seitz, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 40 f.

60 Euro von B). Bei einer solchen symmetrischen Beteiligung entspricht die Anreizsituation für den gemeinsamen Anteilseigner I der eines vollständigen Zusammenschlusses.

Asymmetrische Beteiligungen rufen hingegen Anreizsituationen für I hervor, die mit denen einer direkten Horizontalverflechtung durch eine Minderheitsbeteiligung vergleichbar sind. Hält der gemeinsame Investor I 20 % an A und 10 % an B, entfällt bei einem Verkaufspreis von 100 Euro pro Einheit ein Gewinn von 40 Euro (20 % von 200 Euro von A) auf ihn. Nach der Preiserhöhung von A auf 110 Euro und der Abwanderung von fünf Kunden an B liegt der gesamte Gewinn des I jedoch nur noch bei 36 Euro (20 % von 150 Euro von A und 10 % von 60 Euro von B). Trotzdem liegt der summierte Gewinn des gemeinsamen Investors noch über dem Gewinn ohne die Beteiligung an B in Höhe von 30 Euro (20 % von 150 Euro von A und nichts von B). Die Situation entspricht der Anreizwirkung einer 50 %-Beteiligung, die allein aus dem finanziellen Interesse resultiert. Preiserhöhungen von A sind somit für I attraktiv, wenn auch nur zu einem geringeren Grad als bei symmetrischen Beteiligungen. Dreht man die Beteiligungsverhältnisse um, ergibt sich aus der Sicht von I ein besonders starker Anreiz für Preiserhöhungen. Bei einer 10 %-Beteiligung an A und einer 20 %-Beteiligung an B, erzielt I einen Gesamtgewinn von 27 Euro (10 % von 150 Euro von A und 20 % von 60 Euro von B) statt eines Gesamtgewinns von 20 Euro (10 % von 200 Euro von A und nichts von B). I profitiert in diesem Fall als Trittbrettfahrer übermäßig von den Gewinnen von B, ohne die Verluste von A in gleicher Weise zu tragen.

Diese Überlegungen lassen sich auch in einem mathematischen Modell formalisieren. *Patel* wählt als Ausgangspunkt dafür ein Cournot-Modell.²³⁷ Die Manager der Unternehmen versuchen nicht den Gewinn ihres Unternehmens, sondern die Gesamtrendite ihres gemeinsamen Investors zu maximieren. Die Beteiligungshöhe des Investors an Unternehmen A bleibt dabei gleich hoch. Bei Unternehmen B steigt sie (ausgehend von 0 %) an. Auf dieser Grundlage wird die gewinnmaximierende Produktionsmenge berechnet, die sich wie folgt entwickelt: Je höher der Anteil an B, desto geringer ist die gewinnmaximierende gemeinsame Produktionsmenge von A und B. Dadurch steigt der Marktpreis und die Konsumentenrente sinkt im Vergleich zu einem Szenario ohne indirekte Horizontalverflechtung.²³⁸

237 *Patel*, 82 Antitrust Law Journal 2018, 279 ff.

238 *Patel*, 82 Antitrust Law Journal 2018, 279, 291 f.

bb) Modellannahmen der Übertragbarkeit

Die Preissetzungsanreize bei indirekten Horizontalverflechtungen ähneln denen anderer Verflechtungsszenarien. Bei einer symmetrischen indirekten Horizontalverflechtung sind sie mit denen eines horizontalen Zusammenschlusses vergleichbar. Bei einer asymmetrischen indirekten Horizontalverflechtung kann eine Situation wie bei einer direkten Horizontalverflechtung vorliegen.

Die Übertragbarkeit setzt jedoch zwei Annahmen im ökonomischen Modell voraus, ohne die eine Vergleichbarkeit ausscheidet. Die erste Annahme betrifft das Beteiligungsunternehmen als gemeinsamen Anteilseigner. Das Modell geht davon aus, dass das Beteiligungsunternehmen nicht darauf abzielt, die Rendite jedes einzelnen Portfoliounternehmens zu maximieren. Stattdessen versucht es, die Gesamtrendite des Portfolios zu vergrößern, wodurch sich sein Interesse in Bezug auf das Portfoliounternehmen von einem Unternehmensinteresse zu einem Portfoliointeresse verändert. Die zweite Annahme bezieht sich auf die Portfoliounternehmen, die dieses Portfoliointeresse umsetzen müssen. Entgegen der grundsätzlichen Annahme der Industrieökonomik, dass jedes Unternehmen danach strebt, seinen eigenen Gewinn zu maximieren, arbeiten die Portfoliounternehmen im Modell für eine maximierte Portfoliorendite des gemeinsamen Beteiligungsunternehmens. Rechtssicher können sie jedoch nur zu einem solchen Handeln gezwungen werden, wenn der Investor eine kontrollierende Minderheitsbeteiligung hält. Bei indirekten Minderheitsbeteiligungen geht das Modell daher von einer veränderten Zielfunktion der Portfoliounternehmen aus, die einer Begründung bedarf.

cc) Marktbedingungen

Einschränkend muss an dieser Stelle angemerkt werden, dass alle beschriebenen ökonomischen Modelle mit bestimmten Marktbedingungen arbeiten, die in der Realität nicht immer gegeben sind. Insbesondere hohe Marktzutrittsschranken und eine starke Marktkonzentration sind wichtige Faktoren für das Entstehen unilateraler Effekte. Denn je mehr Marktteilnehmer auftreten oder einfach in den Markt eintreten können, desto schwieriger und unwahrscheinlicher wird die Möglichkeit der Internalisierung von Konkurrenzgewinnen. Dies gilt sowohl für die Unternehmen im

Szenario der direkten Horizontalverflechtung²³⁹ als auch für einen gemeinsamen Anteilseigner im Szenario der indirekten Horizontalverflechtung.²⁴⁰

3. Zusammenfassung und Definition der Grundannahmen

Es kann eine wettbewerbliche Schadenstheorie zu unilateralen Effekten indirekter Horizontalverflechtungen hergeleitet werden. Die Preissetzungsanreize für den gemeinsamen Investor entsprechen bei einer symmetrischen Beteiligung denen eines horizontalen Zusammenschlusses und bei einer asymmetrischen Beteiligung denen einer direkten Horizontalverflechtung. Der gemeinsame Investor hat ein gesteigertes Interesse an Preiserhöhungen. Weist der gemeinsame Investor das Management seiner Portfoliounternehmen in seinem Sinne an und setzen die Manager die Anweisungen um, entsteht auf dem Markt ein Preisniveau, das über dem ohne gemeinsame Investoren liegt.

Die Schadenstheorie beruht maßgeblich auf zwei Modellannahmen (die „Grundannahmen“), deren Existenz in der Wirklichkeit indirekter Horizontalverflechtungen zwischen börsennotierten Aktiengesellschaften nicht ohne Weiteres angenommen werden kann.

- Erstens müssen die Aktiengesellschaften als Portfoliounternehmen im Sinne ihres gemeinsamen Aktionärs handeln, auch wenn damit unter Umständen ein Verlust oder eine Verringerung eigener Gewinne einhergeht (die „erste Grundannahme“). Dabei wird neben den Einflussmöglichkeiten des gemeinsamen Aktionärs insbesondere auf das Zusammenspiel der verschiedenen Aktionäre und ihrer Interessen einzugehen sein.²⁴¹
- Zweitens muss sich das in der Theorie dargestellte Interesse eines gemeinsamen Investors an einer Portfoliorendite im Sinne eines Gesamtbrancheninteresses auch in der Wirklichkeit der gemeinsamen Aktionäre börsennotierter Aktiengesellschaften wiederfinden (die „zweite Grund-

²³⁹ Gassler, World Competition 2018, 3, 18.

²⁴⁰ Seitz, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 44.

²⁴¹ Zur Überprüfung der ersten Grundannahme des Handelns im Investoreninteresse durch eine Beeinflussung des Portfoliounternehmens siehe Fünftes Kapitel A.

annahme“). Dabei wird insbesondere auf die Organisationsform solcher gemeinsamen Aktionäre einzugehen sein.²⁴²

III. Schadenstheorie zu koordinierten Effekten

Die vorliegende Arbeit legt ihren Fokus auf die Schadenstheorie zu unilateralen Effekten, die durch einseitige Unternehmensentscheidung herbeigeführt werden. Koordinierte Effekte entstehen hingegen durch eine Verhaltensangleichung im Sinne eines Zusammenwirkens der Wettbewerber eines Marktes, wodurch ein Marktergebnis über dem Wettbewerbsniveau herbeigeführt wird.²⁴³ Anreize zur Koordination unter Wettbewerbern bestehen grundsätzlich.²⁴⁴ Wohl daher liegt die wissenschaftliche Aufmerksamkeit der Debatte um indirekte Horizontalverflechtungen klar auf unilateralen Effekten.²⁴⁵ Jedoch könnte auch eine Koordination durch indirekte Horizontalverflechtungen erleichtert werden, weshalb die in der Literatur diskutierten Schadenstheorien zu koordinierten Effekten kurz dargestellt werden.²⁴⁶ Im Kontext indirekter Horizontalverflechtungen können koordinierte Effekte durch explizite Kollusion, implizite Kollusion und Signalkwirkung hervorgerufen werden.

1. Vereinfachung expliziter Kollusion

Unter Kollusion ist ein Marktergebnis zu verstehen, bei dem Wettbewerber durch eine Form von Koordinierung höhere Gewinne als im freien Wettbewerb erzielen.²⁴⁷ Die Koordinierung kann beispielsweise als Preis- oder Mengenabsprache erfolgen. Die Gefahr der Verbindung von Wettbewerbern über gemeinsame Investoren liegt darin, dass auf diese Weise Informa-

242 Zur Überprüfung der zweiten Grundannahme des Gesamtbrancheninteresses horizontal-diversifizierter Anteilseigner siehe Fünftes Kapitel B. (theoretisch) und Sechstes Kapitel (empirisch).

243 *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, S. 464.

244 *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 465.

245 So auch *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 465; *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 44.

246 Für eine detaillierte Darstellung siehe *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 44 ff.

247 *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 173 m.w.N.

tionskanäle geschaffen werden, die zum Austausch wettbewerbsrelevanter Informationen oder zu direkten Absprachen genutzt werden könnten.²⁴⁸ Aufgrund des direkten Eingriffs in den Wettbewerb durch Absprachen verstößt ein solches Verhalten jedoch im Regelfall gegen das Kartellverbot des Art. 101 AEUV bzw. des § 1 GWB.

2. Implizite Kollusion

Schwieriger zu fassen ist die stillschweigende (implizite) Kollusion, die häufig auch mit dem englischen Begriff „*tacit collusion*“ bezeichnet wird.²⁴⁹ Bei der impliziten Kollusion erreichen die Wettbewerber durch eine stillschweigende Koordinierung ebenfalls ein Marktergebnis mit höheren Gewinnen zulasten der Verbraucher. Den Unternehmen muss es aufgrund der Marktbedingungen ohne Absprachen möglich sein, eine Art Übereinstimmung über die Bedingungen der Koordinierung zu erzielen.²⁵⁰ Damit die Nachhaltigkeit der Koordinierung gesichert ist, müssen drei Bedingungen erfüllt sein. Erstens müssen die beteiligten Unternehmen überwachen können, ob die Koordinierungsmodalitäten befolgt werden. Zweitens muss durch einen glaubhaften Abschreckungseffekt sichergestellt werden, dass keine Unternehmen von der gemeinsamen Strategie abweichen. Und drittens dürfen Außenstehende (andere, auch potenzielle Wettbewerber) die Koordinierungsergebnisse nicht gefährden.²⁵¹ Entscheidende Bedeutung für den Eintritt von stillschweigender Kollusion kommt der Markttransparenz zu.²⁵² Eine hohe Markttransparenz ermöglicht sowohl das Erzielen einer Übereinstimmung durch Marktbeobachtung als auch die Überwachung der Befolgung der Koordinierungsmodalitäten.

Das meistdiskutierte Beispiel für implizite Kollusion sind Tankstellenmärkte.²⁵³ Sie weisen aufgrund der wenigen Anbieter mit hohen Marktanteilen sowie der Preissäulen an den Tankstellen und Einrichtungen wie der Markttransparenzstelle für Kraftstoffe nach § 47k GWB eine hohe Transparenz auf. Gleichzeitig wird ein homogenes Produkt ohne große wettbewerb-

248 Vgl. Seitz, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 54 f.

249 Vgl. Weche/Weck, EuZW 2020, 923, 923, 929.

250 EU-Kommission, Leitlinien zu horizontalen Zusammenschlüssen, Rn. 41.

251 EU-Kommission, Leitlinien zu horizontalen Zusammenschlüssen, Rn. 41.

252 Weche/Weck, EuZW 2020, 923, 924.

253 Vgl. z. B. Weche/Weck, EuZW 2020, 923, 924.

liche Unterscheidungskriterien abseits des Preises angeboten. Eine gegenseitige Überwachung und Reaktion auf Wettbewerbsverstöße sind somit jederzeit möglich. Außerdem besteht eine zu vernachlässigende Gefahr neu in den Markt eintretender Wettbewerber. In dieser Situation werden sich die Unternehmen bewusst gleichförmig verhalten oder schon aus eigenem individuellen Marktverhalten auf Wettbewerbsverstöße verzichten. Wettbewerbsverstöße lohnen sich nicht mehr durch die sofortige „Ahndung“ dieser durch die Konkurrenz. Somit ist es für die Unternehmen rational sinnvoll, ihre Preissetzung vom Verhalten der anderen Marktteilnehmer abhängig zu machen.²⁵⁴

Tankstellenmärkte weisen mit ihren wenigen Anbietern und dem homogenen vertriebenen Produkt eine sehr spezielle Marktstruktur auf. Indirekte Horizontalverflechtungen sind ein allgemeines Phänomen, sodass sich eine Kollusionsneigung eines Marktes nicht aufgrund der Anbieter oder des Produkts herleiten lassen. Eine hohe Markttransparenz kann bei indirekten Horizontalverflechtungen jedoch auf eine andere Weise entstehen. Große Investoren sind häufig professionelle Anleger, die über fundierte Marktkenntnisse verfügen. Gleichzeitig können sie weitere Informationen aus ihren Portfoliounternehmen zusammentragen. Einschränkend ist dazu jedoch anzumerken, dass die Weitergabe kursrelevanter und nicht öffentlich verfügbarer Informationen nach Insiderrecht untersagt ist. Es erscheint jedoch denkbar, dass die Markttransparenz schon allein durch die Ausstattung der Portfoliounternehmen mit Marktinformationen, Markteinschätzungen und Analyseergebnissen erhöht wird, ohne Insiderrecht zu verletzen.²⁵⁵ Es kann zumindest als möglich angesehen werden, dass die Portfoliounternehmen ein gleichförmiges Wettbewerbsverhalten an den Tag legen.

Kartellrechtlich ist es schwierig, einem solchen gleichförmigen Verhalten von Wettbewerbern zu begegnen. Denn die Anpassung von Wettbewerbsparametern wie Preisen durch Unternehmen infolge von intelligenter Marktbeobachtung ist grundsätzlich zulässig.²⁵⁶ Die Wettbewerbsregeln

254 Weche/Weck, EuZW 2020, 923, 924.

255 *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 464; Weche/Weck, EuZW 2020, 923, 925.

256 EuGH, 16.12.1975, Rs. C-40/73, ECLI:EU:C:1975:174, Rn. 173, 174 – *Suiker Unie*; EuGH, 8.7.1999, Rs. C-49/92 P, ECLI:EU:C:1999:356, Rn. 117 – *Anic Partecipazioni*; EuGH, 4.6.2009, Rs. C-8/08, ECLI:EU:C:2009:343, Rn. 32 f. – *T-Mobile Netherlands*; EuGH, 26.1.2017, Rs. C-609/13 P, ECLI:EU:C:2017:46, Rn. 72 – *Duravit*.

sind nur auf Verhaltensweisen anwendbar, die auf die Ausschaltung der Wettbewerbsbedingungen des betreffenden Marktes zielen.²⁵⁷

3. Signalwirkung

Negative Effekte für den Wettbewerb können auch durch eine Signalwirkung gewisser Verhaltensweisen entstehen, die von den Wettbewerbern als solche verstanden wird. Auf diese Weise kann eine Verhaltenskoordination herbeigeführt werden. Es wird diskutiert, ob eine solche Signalwirkung allein von dem Verflechtungsnetz des gemeinsamen Investors ausgehen kann. Bei direkten Horizontalverflechtungen ist der Gedanke naheliegend, dass ein Unternehmen durch seine Beteiligung an einem Wettbewerber dem Markt signalisiert, dass es diesen nicht mehr durch einen harten Preiskampf angreifen wird.²⁵⁸ Das Signal ergibt sich direkt aus dem Interesse des anteilserwerbenden Unternehmens, das sein Investment nicht schädigen möchte. So klar liegt die Interessenlage bei indirekten Horizontalverflechtungen nicht. Die Portfoliounternehmen müssten sich einem übergeordneten Interesse des Investors unterwerfen und in seinem Sinne handeln, damit eine vergleichbare Situation entsteht.²⁵⁹ Damit stellt sich die bereits bei den unilateralen Effekten aufgeworfene Frage der Einflussnahme.²⁶⁰ Ohne ein Handeln der Unternehmen im Investoreninteresse ließe sich eine kollusionsfördernde Signalwirkung allenfalls noch daraus ableiten, dass die Unternehmensführung der jeweiligen Portfoliounternehmen von derselben Strategie des Investors für sein gesamtes Teilnehmernetzwerk ausgeht und daraus, den eigenen Vorteil suchend, eine Art stillschweigenden „Nichtangriffspakts“ im Verhältnis zu den anderen Unternehmen ableitet. Ob die Gefahr einer Kollusion in einem solchen Szenario noch über die allgemeinen Anreize zum kollusiven Zusammenwirken hinausgeht, darf bezweifelt werden.

257 EuGH, 14.7.1972, Rs. C-48/69, ECLI:EU:C:1972:70, Rn. 99/103 – *ICI*; EuGH, 8.7.1999, Rs. C-49/92 P, ECLI:EU:C:1999:356, Rn. 117 – *Anic Partecipazioni*.

258 *Gilo*, 99 Michigan Law Review 2000, 1, 5; *Pini*, 23 European Business Law Review 2012, 575, 585.

259 Monopolkommission, XXII. Hauptgutachten, 2018.

260 Siehe hierzu Drittes Kapitel B. II. 2. d) bb).

4. Zusammenfassung und Stellungnahme

Die Schadenstheorie zu koordinierten Effekten verfolgt verschiedene Ansätze. Erstens können explizite Absprachen durch neu eröffnete Kommunikationswege ermöglicht und vereinfacht werden. Zweitens kann eine erhöhte Markttransparenz zu impliziter Kollusion führen. Drittens kann von den indirekten Verflechtungen eine kollusionsfördernde Signalwirkung ausgehen. Dabei kommt jedoch den Marktbedingungen eine große Bedeutung zu. Die Effekte werden nur mit geringer Wahrscheinlichkeit eintreten, wenn der von indirekten Horizontalverflechtungen betroffene Markt nicht ohnehin ein günstiges Umfeld für Koordinierungen jeglicher Art schafft.²⁶¹ Günstig für Koordinierungen sind stabile und wenig komplexe Märkte mit wenigen Marktteilnehmern und homogenen Produkten.²⁶²

Es kann auch eine Kombination von unilateralen und koordinierten Effekten auftreten.²⁶³ Insgesamt ist die Gefahr für den Wettbewerb durch koordinierte Effekte im Zusammenhang mit indirekten Horizontalverflechtungen (im Vergleich zu unilateralen Effekten) als eher gering einzuschätzen. Koordinierte Effekte sind zumindest in der Form der expliziten Kollusion leichter zu entdecken und durch das Kartellrecht zu unterbinden als unilaterale Effekte. Insgesamt ist – wenn überhaupt – von einer erleichternden Wirkung für kollusionswilliges Verhalten auszugehen.²⁶⁴ Gefährdet sind Märkte, die ohnehin günstige Bedingungen für Verhaltensabstimmungen bieten.²⁶⁵ Teilweise spielt auch im Rahmen der koordinierten Effekte die Frage nach der Einflussnahme der Investoren auf die Portfoliounternehmen eine Rolle. An dieser Stelle verschwimmen unilaterale und koordinierte Effekte.²⁶⁶ Zu Recht widmet sich die bisherige Forschung daher schwerpunktmäßig den unilateralen Effekten. So wird es auch diese Arbeit halten.

IV. Aufgreifen der Schadenstheorien durch die Kommission

Die Schadenstheorien zu indirekten Horizontalverflechtungen haben bislang in zwei Fusionskontrollentscheidungen der Kommission Eingang ge-

261 Seitz, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 53.

262 Vgl. *EU-Kommission*, Leitlinien für horizontale Zusammenschlüsse, Rn. 45.

263 Vgl. *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 468 f.

264 So auch *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 476.

265 *Monopolkommission*, XXII. Hauptgutachten, 2018, Rn. 476.

266 So auch *Weche/Weck*, EuZW 2020, 923, 925.

funden. Letztendlich wurden sie aber trotz einer ausführlichen Diskussion nicht im Entscheidungsergebnis berücksichtigt.

1. Fusionskontrollentscheidung *Dow/DuPont*

In der im Jahr 2017 ergangenen Fusionskontrollentscheidung *Dow/DuPont*²⁶⁷ befasste sich die Kommission erstmals mit indirekten Horizontalverflechtungen. Sie griff dabei die junge Debatte auf, die zu diesem Zeitpunkt noch nahezu ausschließlich in den USA geführt wurde.

Der Entscheidung lag die Anmeldung eines Zusammenschlusses gemäß Art. 3 Abs. 1 lit. a) FKVO zweier großer US-amerikanischer börsennotierter Chemieunternehmen zugrunde: The Dow Chemical Company („Dow“) und E.I. du Pont de Nemours and Company („DuPont“).²⁶⁸ Die Tätigkeitsgebiete der beiden Unternehmen überschnitten sich insbesondere im Bereich der Agrarchemie.²⁶⁹ In ihrer vorläufigen Prüfung stellte die Kommission ernsthafte Bedenken hinsichtlich der Vereinbarkeit des Zusammenschlusses mit dem Binnenmarkt im Sinne des Art. 6 Abs. 1 lit. c) FKVO fest und leitete daher die zweite Phase des Fusionskontrollverfahrens ein.²⁷⁰ Sie sah in dem Vorhaben eine erhebliche Beeinträchtigung des wirksamen Wettbewerbs in verschiedenen Produktbereichen der Unternehmen, wozu insbesondere der Bereich Pflanzenschutzmittel gehörte.²⁷¹ Nach weitgehenden Verpflichtungszusagen, die den Verkauf großer Teile der betroffenen Produktparten enthielten, gab die Kommission den Zusammenschluss unter Auflagen frei.²⁷²

Zum Thema der indirekten Horizontalverflechtungen fügte die Kommission ihrer Entscheidung einen 21-seitigen Anhang an, in dem sie detailliert die bis zu diesem Zeitpunkt durch die Wissenschaft veröffentlichten theoretischen und empirischen Erkenntnisse zusammenfasste und auf diese einging.²⁷³ Sie stellte zunächst fest, dass die Agrarchemiebranche, in der die Unternehmen Dow und DuPont tätig waren, einen hohen indirekten

267 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*.

268 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Rn. 1.

269 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Rn. 2 f.

270 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Rn. 18.

271 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Rn. 19.

272 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, S. 627 f.

273 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Annex 5.

Verflechtungsgrad über gemeinsame Investoren aufweise.²⁷⁴ Dabei weist sie insbesondere auf „passive“ Aktionäre als gemeinsame Investoren hin und versteht darunter die großen Vermögensverwalter mit ihren breit diversifizierten Investmentfonds.²⁷⁵ Die Kommission geht von einem größeren Einfluss dieser Aktionäre auf das Management von Dow und DuPont aus, als die Anteile vermuten lassen.²⁷⁶ Vor diesem Hintergrund erläutert sie die Schadenstheorie zu unilateralen Effekten von indirekten Horizontalverflechtungen.²⁷⁷ Auf koordinierte Effekte geht sie dabei nicht ein. Bei der Entwicklung einer Schadenstheorie zu indirekten Horizontalverflechtungen stand der Preiswettbewerb im Fokus der Wissenschaft. Die Gedanken der unilateralen Effekte überträgt die Kommission auf den Innovationswettbewerb. Nach Ansicht der Kommission könnten indirekte Horizontalverflechtungen auch zu negativen Auswirkungen auf die Innovationstätigkeiten von Unternehmen führen.²⁷⁸

Anschließend widmet sich die Kommission den Konsequenzen der Schadenstheorie auf ihr Instrument zur Messung von Marktkonzentration, den Herfindahl-Hirschman-Index („HHI“). Sie befürchtet, dass dieser die Marktkonzentration in Märkten mit indirekten Horizontalverflechtungen vor dem Hintergrund der Erkenntnisse nicht korrekt abbilden könnte.²⁷⁹ Dabei weist sie auf die Möglichkeiten einer Anpassung des HHI zum Modified-Herfindal-Hirschman-Index („MHHI“)²⁸⁰ hin, erkennt aber auch dessen Schwierigkeiten an.²⁸¹ Denn der MHHI berücksichtigt den Grad an Kontrolle eines Investors über die Wettbewerber, der aber im Einzelfall schwierig zu bestimmen sein kann. Weil die Kommission die Einflussgrade nicht im konkreten Zusammenschluss beurteilt hat, verzichtete sie auf die Berechnung des MHHI.²⁸²

Die Kommission kommt in ihren Ausführungen im Anhang zu dem Schluss, dass sie in Branchen mit stark ausgeprägten indirekten Horizontalverflechtungen die Marktkonzentration und damit die Marktmacht der Zusammenschlussbeteiligten wahrscheinlich unterschätze. Sie müsse deshalb

274 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Annex 5, Rn. 5 ff.

275 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Annex 5, Rn. 11.

276 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Annex 5, Rn. 19 ff., 34 ff.

277 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Annex 5, Rn. 40 ff.

278 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Annex 5, Rn. 56 ff.

279 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Annex 5, Rn. 61 ff.

280 Zum MHHI siehe Drittes Kapitel C.

281 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Annex 5, Rn. 67 ff.

282 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Annex 5, Rn. 79.

alle Bewertungen von erheblichen Wettbewerbsbeeinträchtigungen durch den Zusammenschluss immer im Kontext der indirekten Horizontalverflechtungen in der Agrarchemie vornehmen.²⁸³ Im Entscheidungstext geht die Kommission in diesem Sinne an vereinzelt Stellen auf den Kontext der indirekten Horizontalverflechtungen ein.²⁸⁴ Sie zieht aber keine für den Fall entscheidenden Schlüsse daraus. Es lässt sich kein Einfluss auf die Entscheidungsfindung ausmachen.²⁸⁵ Hier lässt sich nur vermuten, dass die Kommission aufgrund der frühen Phase der Forschung und der bestehenden Unsicherheiten einen vorsichtigen Ansatz bei der Anwendung der Erkenntnisse gewählt hat.

2. Fusionskontrollentscheidung *Bayer/Monsanto*

Nur ein Jahr nach *Dow/DuPont* hatte die Kommission sich in der Fusionskontrollentscheidung *Bayer/Monsanto*²⁸⁶ erneut mit einer Anmeldung eines Zusammenschlusses aus der Agrarchemiebranche zu befassen. Die börsennotierte deutsche Bayer AG („Bayer“) plante den Erwerb der unmittelbaren Kontrolle über die Gesamtheit der börsennotierten US-amerikanischen Monsanto Company („Monsanto“) gemäß Art. 3 Abs. 1 lit. b) FKVO im Wege eines Kaufs aller Anteile.²⁸⁷ Die Kommission hatte wie bei *Dow/DuPont* ernsthafte Bedenken hinsichtlich der Vereinbarkeit des Zusammenschlusses mit dem Binnenmarkt im Sinne des Art. 6 Abs. 1 lit. c) FKVO, sodass sie auch in diesem Verfahren die zweite Phase einleitete. Die Bedenken der Kommission bezogen sich primär auf die Bereiche Saatgut, Pflanzenschutzmittel und digitale Landwirtschaft.²⁸⁸ Nach umfangreichen Verpflichtungszusagen wurde die Übernahme freigegeben.²⁸⁹

In der Entscheidung ging die Kommission wieder auf die ausgeprägten indirekten Horizontalverflechtungen in der Agrarchemiebranche ein. Sie untersuchte die Verflechtungsnetze zwischen den Agrarchemieunternehm-

283 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Annex 5, Rn. 81.

284 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Rn. 233, 2339 ff., 2350.

285 So auch *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 83; *Inderst/Thomas*, 42 *World Competition* 2019, 551, 555.

286 EU KOM, 21.3.2018, M.8084 – *Bayer/Monsanto*.

287 EU KOM, 21.3.2018, M.8084 – *Bayer/Monsanto*, Rn. 1.

288 EU KOM, 21.3.2018, M.8084 – *Bayer/Monsanto*, Rn. 15.

289 EU KOM, 21.3.2018, M.8084 – *Bayer/Monsanto*, S. 828 f.

men über gemeinsame Anteilseigner ausführlich.²⁹⁰ Bezüglich der Auswirkungen verwies sie allerdings nur auf ihre vorangegangene Entscheidung *Dow/DuPont*.²⁹¹ Der Einfluss auf das Entscheidungsergebnis ist vergleichbar: Die Kommission legt sich lediglich auf eine Gefahr der Unterschätzung der Marktkonzentration und der Marktmacht fest, ohne daraus entscheidungserhebliche Schlüsse zu ziehen.²⁹²

C. Zwischenergebnis zum Dritten Kapitel

Unter Rückgriff auf etablierte Schadenstheorien zu Unternehmensverflechtungen lässt sich eine Schadenstheorie zu unilateralen Effekten von indirekten Horizontalverflechtungen entwickeln. Wie im Dritten Kapitel herausgearbeitet wurde, beruht diese jedoch auf zwei Grundannahmen, die in den folgenden Kapiteln überprüft werden. Erstens müssen die Aktiengesellschaften als Portfoliounternehmen im Sinne ihres gemeinsamen Aktionärs handeln, auch wenn damit unter Umständen ein Verlust oder eine Verringerung eigener Gewinne einhergeht (erste Grundannahme). Dabei wird neben den Einflussmöglichkeiten des gemeinsamen Aktionärs insbesondere auf das Zusammenspiel der verschiedenen Aktionäre und ihrer Interessen einzugehen sein. Zweitens muss sich das in der Theorie dargestellte Interesse eines gemeinsamen Investors an einer Portfoliorendite im Sinne eines Gesamtbrancheninteresses auch in der Wirklichkeit der gemeinsamen Aktionäre börsennotierter Aktiengesellschaften wiederfinden (zweite Grundannahme). Dabei wird insbesondere auf die Organisationsform solcher gemeinsamen Aktionäre einzugehen sein.

Die Kommission hat die Schadenstheorie in zwei Fusionskontrollentscheidungen aufgegriffen und diskutiert, jedoch letztlich aufgrund von bestehenden Unsicherheiten – zurecht – nicht angewendet.

290 EU KOM, 21.3.2018, M.8084 – *Bayer/Monsanto*, Rn. 208 ff.

291 EU KOM, 21.3.2018, M.8084 – *Bayer/Monsanto*, Rn. 228.

292 So auch *Seitz*, *Common Ownership* im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 84; *Inderst/Thomas*, 42 *World Competition* 2019, 551, 555.

Viertes Kapitel: Systematisierung der Aktionärsstruktur

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

A. Notwendigkeit einer wettbewerblichen Betrachtung des Zusammenwirkens aller Aktionäre

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

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

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

B. Einteilung der Aktionäre

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

303 Siehe *Zweites Kapitel B. I.*

II. Ansätze in der deutschsprachigen Literatur

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

1. Diversifizierte Anleger / Common Owner

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

2. Institutionelle Investoren

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. Institutionelle Investoren versus Insider-Investoren

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

4. Zwischenergebnis

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

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

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

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

III. Ansätze in der englischsprachigen Literatur

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

1. Common Owner / Horizontal Shareholder

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

2. Institutional Investor

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

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

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

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

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

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

3. Common Concentrated Owner und Noncommon Concentrated Owner

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

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

4. Zwischenergebnis

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

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

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

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

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

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

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

IV. Drei Aktionärsgruppen anhand zweier Unterscheidungen

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

1. Ziele und Begrifflichkeit

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

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

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

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

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

Abbildung 8 stellt die verwendete Begrifflichkeit zusammenfassend dar.

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

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

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

Abbildung 8: Begrifflichkeit und grobe Differenzierung der drei Aktionärsgruppen

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

2. Abgrenzung im Einzelnen

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

a) Abgrenzungsmerkmal Einfluss

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

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

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

329 Siehe hierzu Zweites Kapitel A. II.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

b) Abgrenzungsmerkmal horizontale Diversifikation

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

c) Zusammenfassung

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

Abbildung 9: Die drei verschiedenen Aktionärsgruppen und ihre Abgrenzung

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

C. Typische Vertreter der Aktionärsgruppen

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

I. Horizontal-diversifizierte Großaktionäre

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

1. Traditionelle institutionelle Investoren

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

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

a) Unabhängige Vermögensverwalter

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

aa) Geschäftsmodell

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

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

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

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

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

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

(1) Herkömmliche (aktive) Investmentfonds

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

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

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

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

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

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

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

(2) Trend zu (passiven) ETFs

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

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

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

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

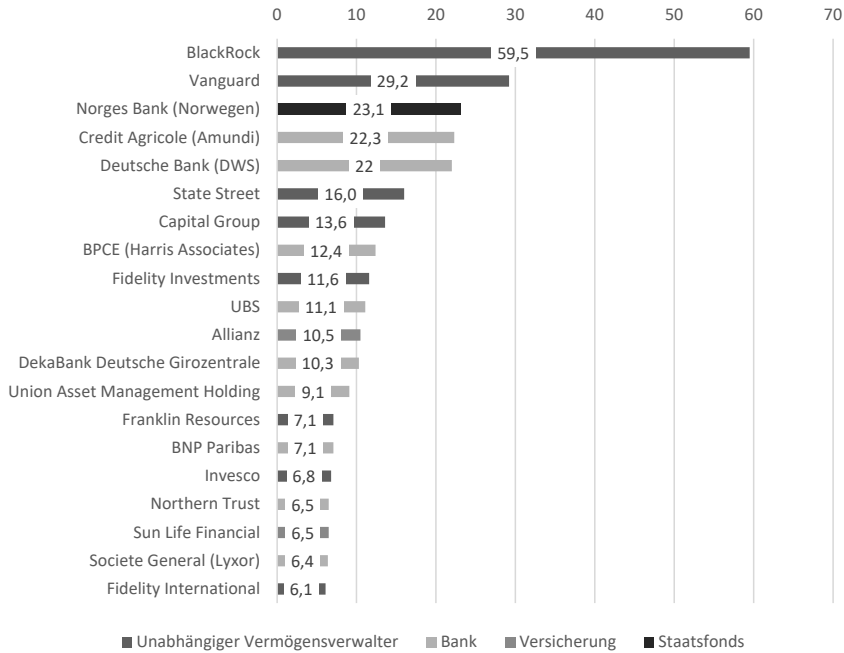
345 Vgl. Fehrenbach, *ZfgK* 2009, 784, 784; Fichtner/Heemskerck/Garcia-Bernardo, 19 *Business and Politics* 2017, 298, 302 f.

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

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

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

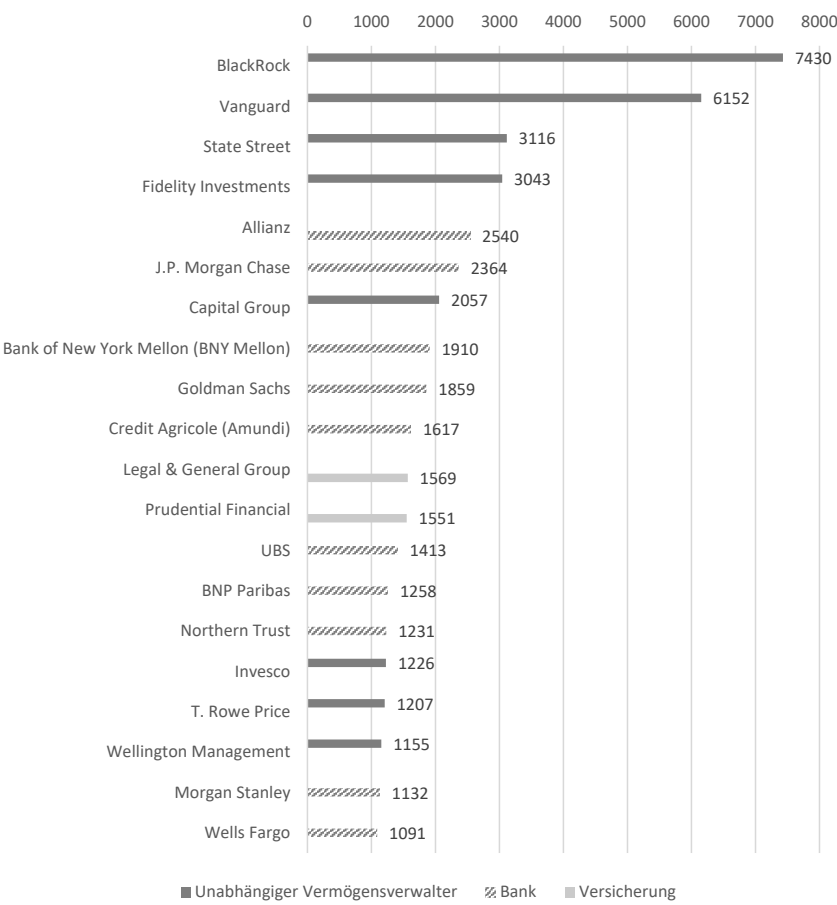
Abbildung 10: Größte 20 DAX-Investoren³⁴⁹



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

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

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



bb) Große Bedeutung als horizontal-diversifizierte Großaktionäre

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

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

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

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

cc) Die *Big Three*

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

352 Siehe hierzu im Folgenden Gliederungspunkt b).

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

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

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

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

b) Banken

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

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

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

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

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

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

c) Versicherungen

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

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

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

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

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

d) Pensionsfonds

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

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

2. Staatsfonds

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

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

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

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

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

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

a) Definition und Kategorien

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

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

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

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

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

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

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

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

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

b) Beispiele für Staatsfonds als horizontal-diversifizierte Großaktionäre

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. Beteiligungsgesellschaften

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

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

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

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

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

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

gen verursachen. Sie werden im Folgenden als Beteiligungsgesellschaften bezeichnet.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4. Vergleich der verschiedenen horizontal-diversifizierten Großaktionäre

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

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

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

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

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

II. Strategische Großaktionäre

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

1. Privatpersonen, Familien und Stiftungen

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

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

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

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

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

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

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

2. Mutter- und Beteiligungsgesellschaften

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

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

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

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

3. Aktivistische institutionelle Investoren

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

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

4. Staaten

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

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

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

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

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

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

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

III. Kleinaktionäre

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

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

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

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

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

IV. Anteilsverhältnisse

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

1. Deutschland und Europa

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

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

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

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

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

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

410 Siehe Zweites Kapitel C. I. 2.

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

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

2. USA

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

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

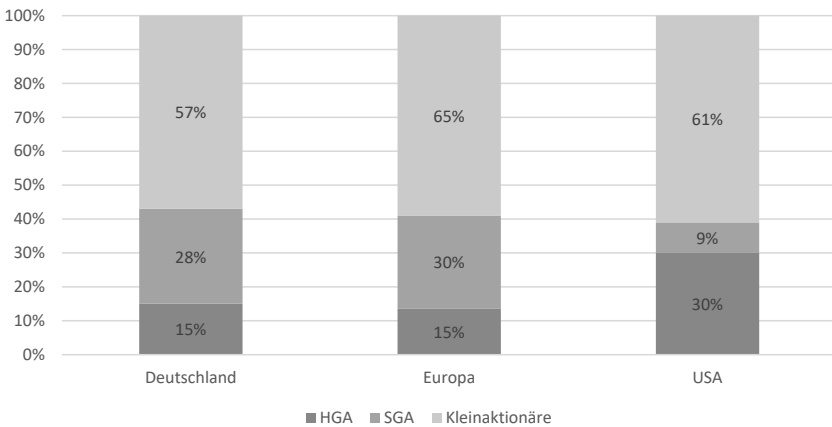
412 *De La Cruz/Medina/Tang*, Owners of the World's Listed Companies, OECD Capital Market Series, 2019, S. II (Daten aus dem Jahr 2017).

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

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

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

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



3. Zusammenfassung und Schlussfolgerung

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

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

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

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

D. Zwischenergebnis zum Vierten Kapitel

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

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

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.⁴¹⁷ 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 Großaktionäre⁴¹⁸, 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).⁴¹⁹ 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.⁴²⁰ 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.⁴²¹ 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.⁴²²

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.⁴²³ Denn die Entlastungsentscheidung wird von Anteilseignern als Anknüpfungspunkt für Unmutsbekundungen gegenüber dem Management genutzt und erfährt eine überdurchschnittliche öffentliche Aufmerksamkeit.⁴²⁴ Vorstände wie Aufsichtsräte „kämpfen“ daher regelrecht um ihre Entlastung, da ihnen andernfalls ein erheblicher Imageschaden droht.⁴²⁵ Es ist daher zumindest naheliegend, dass sich das Management eines Unternehmens gut mit den Anteilseignern stellen will und deren Interessen berücksichtigt.⁴²⁶ 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 wettbewerblichen Vorstoßes in Geschäftsfelder von über sie verflochtenen Konkurrenzunternehmen durch eine Sperrminorität von einem Viertel verhindern.⁴²⁷ 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.⁴²⁸ 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.⁴²⁹ 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.⁴³⁰ 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.⁴³¹

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.⁴³² 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.⁴³³ Einzelgespräche finden als sog. „One-on-Ones“ mit Großaktionären und bedeutenden Analysten statt.⁴³⁴ 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.⁴³⁵ Außerdem wird die Qualifikation von Aufsichtsräten und die Zeit, die diese für ihr Mandat aufbringen können, adressiert.⁴³⁶ Auch Umwelt- und Klimaschutzaspekte werden häufig angesprochen.⁴³⁷

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.⁴³⁸ 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.⁴³⁹ 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.⁴⁴⁰ Aber auch große Vermögensverwalter wenden sich in öffentlichen Rundschreiben an ihre Portfoliounternehmen.⁴⁴¹ 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.⁴⁴² 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.⁴⁴³ 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.⁴⁴⁴

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.⁴⁴⁵ 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.⁴⁴⁶

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.⁴⁴⁷

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.⁴⁴⁸ 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.⁴⁴⁹ 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.⁴⁵⁰

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.⁴⁵¹ 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.⁴⁵² In der deutschen Anwendungspraxis werden einseitige Maßnahmen teilweise noch weitgehender als Vereinbarung aufgefasst.⁴⁵³ So soll schon die nachdrückliche und wiederkehrende Thematisierung der unverbindlichen Preisempfehlung durch die passive Druckausübung eine Vereinbarung darstellen.⁴⁵⁴ 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.⁴⁵⁵ 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.⁴⁵⁶ 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.⁴⁵⁷ Entscheidend dafür ist, dass es sich um strategische Informationen handelt, die geeignet sind, die Unsicherheit im Markt als wettbewerbstypisches Risiko zu verringern.⁴⁵⁸ 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.⁴⁵⁹ Eine Abstimmung kann auch mittels eines Informationsaustauschs über öffentliche Veranstaltungen wie den sog. „*Earning Calls*“ zur Finanzberichterstattung herbeigeführt werden.⁴⁶⁰ 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.⁴⁶¹ Inhaltlich begründet sie für die Aktionäre die Verpflichtung, auf die Interessen der Gesellschaft und auf die gesellschaftsbezogenen Interessen der Mitaktionäre angemessen Rücksicht zu nehmen.⁴⁶² 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.⁴⁶³ 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.⁴⁶⁴ 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.⁴⁶⁵ Der Verstoß gegen die Treuepflicht begründet eine Schadensersatzpflicht gegenüber der Gesellschaft und den anderen Aktionären, wie § 117 Abs.1 AktG ausdrücklich fest schreibt.⁴⁶⁶

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).⁴⁶⁷

bb) Gleichbehandlungsgebot

Das Gleichbehandlungsgebot des § 53a AktG adressiert nicht die Aktionäre, sondern die Aktiengesellschaft selbst. Es ist eine Ausprägung der zuvor erläuterten aktienrechtlichen Treuepflicht.⁴⁶⁸ Demnach sind Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung der Gesellschaft verpflichtet, die Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln.⁴⁶⁹ 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.⁴⁷⁰ Der Verzicht auf Wettbewerbsvorstöße und Geschäftschancen zur Schonung von anderen Portfoliogesellschaften eines horizontal-diversifizierten Großaktionärs ist daher unzulässig.⁴⁷¹ 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.⁴⁷²

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.⁴⁷³ 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.⁴⁷⁴ Es handelt sich daher bei solchen Informationen um Insiderinformationen gemäß Art. 7 Abs. 1 lit. a) MMVO⁴⁷⁵, 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.⁴⁷⁶ 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.

473 Koch, AktG, 2025, § 53a Rn. 7.

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

475 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, I.

476 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.⁴⁷⁷ Wegen zu erwartender Interessenkonflikte stellen große institutionelle Investoren wie Vermögensverwalter jedoch keine eigenen Kandidaten zur Wahl in den Aufsichtsrat auf.⁴⁷⁸ Das Abstimmungsverhalten wird bei den meisten Vermögensverwaltern über eine interne zentralisierte Abteilung gesteuert.⁴⁷⁹ Diese arbeitet Empfehlungen oder Richtlinien für die Abstimmung aus. Häufig wird die Abstimmung auch auf Stimmrechtsberater ausgelagert.⁴⁸⁰

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.⁴⁸¹

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.⁴⁸² 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.⁴⁸³ 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.⁴⁸⁴ Auch bezüglich der informellen Einflussnahme liegt es nahe, dass Vermögensverwalter sich aufgrund der genannten Anreize passiv verhalten.⁴⁸⁵ Außerdem legen Studien nahe, dass der Einfluss von Investoreninteressen auf Managementanreize nur gering sein könnte.⁴⁸⁶

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.⁴⁸⁷ 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.⁴⁸⁸ 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.⁴⁸⁹ 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.⁴⁹⁰ 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.⁴⁹¹ 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.⁴⁹²

2. Förderung von defensiven Vorständen und Aufsichtsräten

Investoren können außerdem bewusst Manager fördern, die eine defensive Wettbewerbsstrategie verfolgen.⁴⁹³ 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.⁴⁹⁴ 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.⁴⁹⁵

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.⁴⁹⁶

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.⁴⁹⁷ 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.⁴⁹⁸

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.⁴⁹⁹ 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.⁵⁰⁰ 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.⁵⁰¹ 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.⁵⁰² Die Folge sind Produktionsineffizienzen, die zu höheren Preisen führen, ohne dass die Unternehmen höhere Margen erwirtschaften.⁵⁰³

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.⁵⁰⁴

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.⁵⁰⁵ 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.⁵⁰⁶

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 Ziel-funktion 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.⁵⁰⁷ 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.⁵⁰⁸

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,⁵⁰⁹ 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.⁵¹⁰

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.⁵¹¹ 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 – Marktbergrenzungsleitlinien.

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.⁵¹² 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.⁵¹³ 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.⁵¹⁴ 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.⁵¹⁵ 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.⁵¹⁶ 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.⁵¹⁷ Solche Überlegungen sind jedoch abhängig vom Einzelfall und berücksichtigen nur die Verteilung von neu angeworbenen 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 stechen 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.⁵¹⁸ 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.⁵¹⁹ 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.⁵²⁰ 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,⁵²¹ wozu auch die für diese Arbeit relevanten Regelungen zum Rechtsverhältnis zwischen Verwalter und Anleger gehören. Das Kernanliegen des Gesetzes ist der Anlegerschutz.⁵²²

(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.⁵²³ 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.⁵²⁴ Den Ausgangspunkt bildet die Rechtsbeziehung zwischen der Kapitalverwaltungsgesellschaft und den Anlegern. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft muss das Vermögen der Anleger für Rechnung der Anleger verwalten.⁵²⁵ 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.⁵²⁶

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.⁵²⁷ 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.⁵²⁸

§ 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-Richtlinie⁵²⁹ harmonisiert worden.⁵³⁰ 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.⁵³¹ 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 Wertpapiere (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.⁵³² Während dies bei gemeinsamen Analysten, die primär Prognosen über die kurz- bis mittelfristigen Kursänderungen von Unternehmen abgeben, unproblematisch ist,⁵³³ 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.⁵³⁴

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.⁵³⁵ 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.⁵³⁶ 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.⁵³⁷ 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.⁵³⁸ 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.⁵³⁹ 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.⁵⁴⁰

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 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.⁵⁴¹ 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.⁵⁴² Die Haftung aus Vertrag ist angesichts der Beweislastumkehr des § 280 Abs. 1 S. 2 BGB ohnehin vorteilhafter für den Anleger.⁵⁴³ Im Investmentgesellschaftsmodell ergibt sich die Haftung aus der Verletzung der Verhaltenspflicht als Bestandteil der Geschäftsführerpflichten gegenüber den Anlegern als Gesellschafter.⁵⁴⁴ 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 investmentrechtlichen Besonderheit der gesetzlichen Prozessstandschaft der Verwahrstelle eine besondere Bedeutung zu.⁵⁴⁵ 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.⁵⁴⁶

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-

546 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.⁵⁴⁷ 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.⁵⁴⁸ 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.⁵⁴⁹

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)⁵⁵⁰ 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.⁵⁵¹ 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.⁵⁵²

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,⁵⁵³ 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-diversifizierten 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.

Sechstes Kapitel: Empirische Analyse zum Gesamtbrancheninteresse BlackRocks

Im Fünften Kapitel wurde theoretisch dargelegt, dass Interessenkonflikte zwischen den Fonds der Annahme eines Gesamtbrancheninteresses des Vermögensverwalters entgegenstehen. Mangels breit angelegter Datenanalysen zu den Portfolios der einzelnen Fonds von Vermögensverwaltern ist bislang allerdings völlig unklar, in welchem Ausmaß solche Interessenkonflikte in der Praxis bestehen.⁵⁵⁴ Dieses Kapitel schafft durch die empirisch-quantitative Analyse der Portfolios eines Großteils der ETFs des größten Vermögensverwalters der Welt, BlackRock, eine wissenschaftliche Argumentationsgrundlage zu diesem Thema. Es wird gezeigt, dass Interessenkonflikte zwischen Fonds in der Praxis vorkommen. Damit bestätigen sich die Zweifel an der Annahme eines Gesamtbrancheninteresses.

Das Kapitel beginnt mit einer Darstellung und Diskussion der Methodik der Auswertung (dazu A.). Anschließend wird der Untersuchungsgegenstand, die Fondsportfolios der ausgewählten BlackRock-ETFs, definiert (dazu B.). Der auf diese Weise entstandene Datensatz wird im Detail beschrieben (dazu C.), ebenso wie das exakte Vorgehen im Rahmen der Auswertung (dazu D.). Dabei wird im Detail auf den verwendeten Programmcode eingegangen und dieser offengelegt. Zuletzt werden die Analyseergebnisse für die sechs ausgewählten Branchen dargestellt und diskutiert (dazu E. und F.).

A. Methodik

Die Auswertung der Fondsportfolios im Hinblick auf die jeweilige Branchenabdeckung wird als empirisch-quantitative Analyse ausgeführt, wobei sich die Auswertung auf ein Beschreibungsmodell unter Anwendung deskriptiver Statistik beschränkt. Im Folgenden wird die Methodik zunächst

554 Lediglich *Lambert/Sykuta* werten in ihrer Arbeit beispielhaft die Fondstrukturen von fünf Investmentfonds des Vermögensverwalters Vanguard im Hinblick auf ihre Beteiligungen in der Luftverkehrsbranche aus, *Lambert/Sykuta*, 13 Virginia Law and Business Review 2019, 213, 239.

im Detail dargestellt und diskutiert. Dabei wird auch auf die Legitimation empirischer Rechtswissenschaft eingegangen.⁵⁵⁵ Außerdem wird die für die Auswertung verwendete Software beschrieben.

I. Darstellung der Methode

Die vorliegende Arbeit verfolgt mit ihrer Auswertung das Ziel, Aussagen über die Abdeckung verschiedener Branchen innerhalb der Fondsportfolios auf Grundlage einer Totalerhebung zu treffen. Im Rahmen der empirisch-quantitativen Analyse wird für dieses Ziel ein Beschreibungsmodell verwendet.

1. Empirisch-quantitative Analyse

Die Auswertung der Fondstrukturen erfolgt mittels eines empirisch-quantitativen Ansatzes. Empirische Forschung zeichnet sich dadurch aus, dass sie beobachtbare Informationen über einen Sachverhalt erhebt und auf diese bestimmte Handlungsregeln anwendet, um zu Erkenntnissen über den Sachverhalt zu gelangen.⁵⁵⁶ Innerhalb der Empirie wird zwischen zwei grundsätzlichen Forschungsmethoden unterschieden – der quantitativen und der qualitativen empirischen Forschung. Die Auswertung der Fondsstrukturen im Hinblick auf die Marktabdeckungen der Fonds ist der quantitativen Empirie zuzuordnen, die sich durch eine standardisierte Datenerhebung auszeichnet.⁵⁵⁷ Die erhobenen Merkmale, sog. Variablen, werden dabei systematisch als Zahlenwerte (sog. quantitative Daten) festgehalten, die statistisch ausgewertet werden, um (allgemeine) Aussagen über die Daten zu treffen.⁵⁵⁸ Entscheidend dafür ist, dass sich die Merkmale in Zahlen ausdrücken lassen. Sie müssen sich durch einfaches Zählen als Mengeneinheit ermitteln lassen oder eine andere messbare Dimension wie Kilogramm besitzen.⁵⁵⁹ Qualitative empirische Forschung benutzt andere

555 Der Aufbau nach Darstellung und Diskussion der Methode orientiert sich an Marx, Konsensuales Kartellverfahrensrecht, 2016, S. 64 ff.

556 Marx, Konsensuales Kartellverfahrensrecht, 2016, S. 64 f.; Häder, Empirische Sozialforschung, 2019, S. 16.

557 Bourier, Beschreibende Statistik, 2019, S. 10 f.

558 Häder, Empirische Sozialforschung, 2019, S. 67.

559 Bourier, Beschreibende Statistik, 2019, S. 11.

Vorgehensweisen und unterscheidet sich auch hinsichtlich ihres Ziels. Sie verfolgt das Ziel, individuelles Handeln durch Kategorisierung und Interpretation sorgfältig ausgewählter Einzelfälle zu verstehen und zu analysieren.⁵⁶⁰ Dabei arbeitet sie nicht mit Zahlenwerten, sondern mit verbalen Beschreibungen der Merkmale (qualitative Daten).⁵⁶¹

Die eigentliche Datenanalyse besteht aus der Anwendung der Handlungsregeln auf die erhobenen Daten, wobei es sich überwiegend um statistische Methoden handelt.⁵⁶² Besondere Schwierigkeiten kann jedoch schon der erste Schritt der Datenerhebung und -aufbereitung bereiten. Der Wissenschaftler steht an dieser Stelle zumeist vor praktischen Problemen wie fehlendem Zugang zu den relevanten Daten oder einer schier unüberschaubaren, ungeordneten Menge an Informationen.⁵⁶³

2. Beschreibungsmodell unter Verwendung deskriptiver Statistik

Die Auswertung der erhobenen Daten über die Fondsportfolios erfolgt mittels deskriptiver Statistik als Beschreibungsmodell.

Bei der statistischen Auswertung quantitativer Daten lassen sich zwei Bereiche der Statistik unterscheiden. Die deskriptive Statistik bereitet empirische Daten auf und beschreibt sie im Wesentlichen nur. Zu den üblichen Werkzeugen der deskriptiven Statistik gehören statistische Maße wie Mittelwert, Varianz oder Schiefe empirischer Daten.⁵⁶⁴ Als erste Stufe des Erkenntnisprozesses der Wissenschaft dient sie dem Erkenntnisgewinn, indem Informationen erfasst werden.⁵⁶⁵ Den zweiten Bereich bildet die induktive Statistik oder Interferenzstatistik. Mithilfe der induktiven Statistik wird versucht, generalisierende Schlüsse von einer Stichprobe auf eine Grundgesamtheit im Hinblick auf Beziehungen zwischen Variablen zu ziehen.⁵⁶⁶ Eines der wichtigsten Instrumente der induktiven Statistik zur Untersuchung der Tendenz des Zusammenhangs zwischen Merkmalen ist

560 Häder, Empirische Sozialforschung, 2019, S. 67.

561 Häder, Empirische Sozialforschung, 2019, S. 16.

562 Schnell/Hill/Esser, Methoden der empirischen Sozialforschung, 2018, S. 9.

563 Vgl. Schnell/Hill/Esser, Methoden der empirischen Sozialforschung, 2018, S. 4.

564 Siehe zu den statistischen Maßen Bourrier, Beschreibende Statistik, 2019, S. 67 ff.

565 Cleff, Deskriptive Statistik und Explorative Datenanalyse, 2015, S. 5.

566 Süßmuth/Komlos, Empirische Ökonomie, 2022, S. 7; Cleff, Deskriptive Statistik und Explorative Datenanalyse, 2015, S. 5.

die Regressionsanalyse.⁵⁶⁷ Dabei besteht die Schwierigkeit, dass die untersuchten Merkmale der Stichprobe anders verteilt sein können als in der Gesamtpopulation. Um Fehlschlüsse dieser Art zu vermeiden, werden in der statistischen Analyse Signifikanztests angewendet.⁵⁶⁸ Welcher Teilbereich der Statistik – deskriptiv oder induktiv – letztlich zum Einsatz kommt, richtet sich nach der Forschungsfrage und dem Forschungsdesign. Dem Wissenschaftler stehen verschiedene Modelle zur Verfügung, die sich nach ihrem Einsatzzweck unterscheiden. In einem Modell werden Theorien auf bestimmte Tatbestände angewendet, um eine näherungsweise Vorstellung von der Wirklichkeit zu erhalten.⁵⁶⁹ Für die statistische Datenanalyse sind Beschreibungs- und Erklärungsmodelle relevant.⁵⁷⁰

Die einfachste Form ist das in dieser Arbeit verwendete Beschreibungsmodell. Das Ziel dieses Modells ist zunächst nur die Beschreibung der Realität durch ein Modell. Es stellt keine allgemeingültigen Hypothesen über Wirkungszusammenhänge auf.⁵⁷¹ Die in Beschreibungsmodellen verwendete Statistik beschränkt sich daher auf den Teilbereich der deskriptiven Statistik. Trifft ein Modell hingegen theoretische (hypothetische) Annahmen und überprüft diese mithilfe empirischen Datenmaterials, handelt es sich um ein Erklärungsmodell, das auf induktive Statistik zurückgreift.⁵⁷²

Die vorliegende Arbeit verfolgt mit ihrer Auswertung das Ziel, Aussagen über die Abdeckung verschiedener Branchen innerhalb der Fondsportfolios zu treffen. Die untersuchte Grundgesamtheit definiert sich als die Portfolios aller in den USA und in Deutschland zugelassenen BlackRock-ETFs in der 41. Kalenderwoche des Jahres 2019. Als Grundgesamtheit wird die Menge von räumlich und zeitlich eindeutig abgrenzbaren Objekten bezeichnet, die den vom Forschungsziel abhängenden Kriterien entsprechen.⁵⁷³ Aussagen über die Grundgesamtheit können auf Basis einer Totalerhebung oder einer Stichprobe getroffen werden.⁵⁷⁴ Die folgende Untersuchung arbeitet mit einer Totalerhebung als Datengrundlage. Es werden alle Daten der Grundgesamtheit erhoben. Der Datensatz einer Totalerhebung entspricht

567 Siehe zur Regressionsanalyse *Bourier*, Beschreibende Statistik, 2019, S. 199 ff.

568 Sie zu Signifikanztests *Schnell/Hill/Esser*, Methoden der empirischen Sozialforschung, 2018, S. 409 ff.

569 *Cleff*, Deskriptive Statistik und Explorative Datenanalyse, 2015, S. 11.

570 *Cleff*, Deskriptive Statistik und Explorative Datenanalyse, 2015, S. 12.

571 *Cleff*, Deskriptive Statistik und Explorative Datenanalyse, 2015, S. 12.

572 *Cleff*, Deskriptive Statistik und Explorative Datenanalyse, 2015, S. 12.

573 *Burkschat/Cramer/Kamps*, Beschreibende Statistik, 2012, S. 6 f.

574 *Cleff*, Deskriptive Statistik und Explorative Datenanalyse, 2015, S. 5.

somit der Grundgesamtheit. Aussagen über die Grundgesamtheit werden allein durch Beschreibung, Kategorisierung und Vergleich der erhobenen Daten durch Verwendung deskriptiver Statistik im Beschreibungsmodell getroffen. Eine Überprüfung von Hypothesen erfolgt nicht, sodass keine induktive Statistik zum Einsatz kommen.

II. Diskussion der Methode

1. Legitimation empirischer Rechtswissenschaft

a) Rechtswissenschaft und Empirie

Die Rechtswissenschaft ist eine von Theorie und Dogmatik geprägte Wissenschaft, deren wissenschaftlicher Diskurs sich ganz überwiegend im normativen Teil bewegt. Geforscht wird hauptsächlich zu dem, was sein soll, und nicht zu dem, was ist.⁵⁷⁵ Für diesen prägenden Kern spielen empirische Methoden auf den ersten Blick keine Rolle, weshalb sie ein Dasein am Rand der rechtswissenschaftlichen Forschung fristen. Doch eine solche Vernachlässigung der empirischen Forschung innerhalb der Rechtswissenschaft greift zu kurz. Denn empirische Forschung beschreibt Sachverhalte. Sie schafft eine wissenschaftlich fundierte Faktenbasis und sucht nach Zusammenhängen. Rechtswissenschaftler interessieren sich für diese Fakten. Sie benötigen sie aus zwei Gründen: Zum einen bedarf es Fakten für die Anwendung einer Norm. Es stellt sich immer die Frage, ob die faktischen Voraussetzungen eines Tatbestandes einer Norm im zu subsumierenden Einzelfall vorliegen.⁵⁷⁶ Zum anderen spielen Fakten eine zentrale Rolle bei der Normbildung und -interpretation.⁵⁷⁷ Rechtsnormen als abstrakt-generellen Regelungen liegt die Beobachtung genereller Tatsachen zugrunde, ohne deren Erfassung weder die Normsetzung durch den Gesetzgeber, noch die Interpretation unbestimmter Rechtsbegriffe durch Gerichte möglich wäre.⁵⁷⁸ Man kann diesen Teil der Rechtswissenschaft wie *Nußbaum* als Rechtstatsachenforschung bezeichnen.⁵⁷⁹

575 Petersen, Der Staat 2010, 435, 435.

576 Lepsius, JZ 2005, 1, 1.

577 Lepsius, JZ 2005, 1, 1; Arlen, 38 Yale Journal on Regulation 2021, 480, 481.

578 Vgl. Arlen, 38 Yale Journal on Regulation 2021, 480, 482; Lepsius, JZ 2005, 1, 1.

579 Nußbaum, AcP 1955, 453, 453.

Nußbaum beschreibt die Rechtstatsachenforschung als „die systematische Untersuchung der sozialen, politischen und anderen tatsächlichen Bedingungen, auf Grund deren einzelne rechtliche Regeln entstehen, und die Prüfung der sozialen, politischen und sonstigen Wirkungen jener Normen“.⁵⁸⁰ Dabei könne der Wissenschaftler auf eine Vielzahl an Methoden zurückgreifen, wozu auch die Statistik gehöre.⁵⁸¹ Nußbaum selbst sieht den Nutzen der Statistik in der Rechtswissenschaft zwar kritisch,⁵⁸² jedoch ermöglichen empirische Methoden und statistische Analysen den Rückgriff auf eine anerkannte wissenschaftliche Methodik in der Rechtstatsachenforschung und bringen sie auf den Stand der Zeit. Aus Rechtstatsachenforschung wird empirische Rechtsforschung.

Betrachtet man die historische Entwicklung der Rechtswissenschaft, lassen sich empirische Bestrebungen bereits seit den 1920er Jahren erkennen.⁵⁸³ Zu dieser Zeit verfolgten Vertreter des „Legal Realism“ in den USA das Ziel, die gesellschaftliche Situation stärker bei der Beantwortung rechtlicher Problemstellungen zu berücksichtigen. Dafür wollten sie auf Erkenntnisse aus Ökonomie, Soziologie und politischer Wissenschaft zurückgreifen. Sie grenzten sich auf diese Weise vom damals vorherrschenden formalistischen Rechtsverständnis ab.⁵⁸⁴ Einige Vertreter führten zur Ermittlung von Tatsachen selbst empirische Datenerhebungen durch und bewerteten die gefundenen Ergebnisse juristisch.⁵⁸⁵

In den folgenden Jahrzehnten erlebte die empirische Rechtsforschung eine Flaute. In der Rechtswissenschaft schlugen ihr die bekannten Widerstände entgegen und es wurde in erster Linie theoretisch und dogmatisch geforscht.⁵⁸⁶ Rückenwind erlebte die empirische Rechtswissenschaft dann erst wieder in den letzten 20 Jahren. Der massive technologische Fortschritt in der Informationstechnik begünstigte die Anwendung empirischer Methoden, da die Auswertung großer Datenmengen handhabbar und kostengünstiger wurde. In der Wissenschaft allgemein verstärkte sich der Trend, Forschung stärker auf empirische Analysen als auf Theorien auszurichten.

580 Nußbaum, AcP 1955, 453, 462.

581 Nußbaum, AcP 1955, 453, 472.

582 Nußbaum, AcP 1955, 453, 472 ff.

583 Ausführliche Darstellung der Entwicklung der empirischen Rechtswissenschaft bei Marx, Konsensuales Kartellverfahrensrecht, 2016, S. 69 f. m.w.N.

584 Zum Legal Realism Schlegel, American Legal Realism and Empirical Social Science, 1995, S. 15 ff.

585 Beispiele bei Nußbaum, AcP 1955, 453, 472 ff.

586 Schlegel, American Legal Realism and Empirical Social Science, 1995, S. 210 ff.

Auch die Rechtswissenschaft konnte sich diesem Trend nicht gänzlich entziehen, sodass die empirische Rechtswissenschaft wieder in den Fokus rückte.⁵⁸⁷ Erneut war der Ausgangspunkt die USA, wo die empirische Rechtswissenschaft seitdem unter dem Begriff „*Empirical Legal Studies*“⁵⁸⁸ praktiziert und gefördert wird.⁵⁸⁹ So richteten manche US-amerikanischen Universitäten Foren zum methodischen Austausch von Rechts- und Sozialwissenschaften ein, legen Zeitschriften auf oder veranstalten Konferenzen zu empirischer Rechtsforschung.⁵⁹⁰ Die Vorreiterrolle der USA bezüglich empirischer Rechtswissenschaft lässt sich mit der stärker rechtsoziologischen und rechtspolitischen Ausrichtung der dortigen Rechtswissenschaft erklären.⁵⁹¹

Empirische Forschung und statistische Analysemethoden bieten den Vorteil, dass sie eine Vielzahl von Einzelinformationen zu aussagekräftigen Angaben bündeln und einen Überblick über typische Eigenschaften einer Verteilung bieten können. Dadurch ermöglichen sie den Vergleich verschiedener Sachverhalte, die mittels derselben Methode ausgewertet wurden.⁵⁹² Teilweise wurde jedoch kritisiert, dass die statistische Analyse dort an ihre Grenzen kommt, wo komplexe Wertungsentscheidungen getroffen werden müssen, die sich nicht ohne weiteres statistisch erfassen und objektiv darstellen lassen.⁵⁹³ Die Folge waren intensive Diskussionen darüber, in welchem Umfang die Rechtswissenschaft durch empirische Methoden im Sinne einer empirischen Rechtswissenschaft ergänzt werden darf und soll.⁵⁹⁴ Die Kritik aufgrund der Nichtfassbarkeit von Wertungsentscheidungen ist berechtigt, gleichzeitig aber kein Argument gegen empirische Methoden in der Rechtswissenschaft. Vielmehr zeigt sie auf, welche grundlegenden Voraussetzungen erfüllt sein müssen, damit empirische Rechtswissenschaft zur Schaffung eines Erkenntnisgewinns eingesetzt werden kann. Essenziell wichtig ist eine präzise Beschreibung der untersuchten Fragestellung. Der

587 Marx, Konsensuales Kartellverfahrensrecht, 2016, S. 70.

588 Synonyme, wenn auch weniger häufige Verwendung finden die Begriffe „*Empirical Legal Research*“ und „*Empirical Legal Scholarship*“.

589 Heise, *University of Illinois Law Review* 2002, 819 ff.; Petersen, *Der Staat* 2010, 435, 436.

590 Marx, Konsensuales Kartellverfahrensrecht, 2016, S. 70 m.w.N.

591 Petersen, *Der Staat* 2010, 435, 436.

592 Cleff, *Deskriptive Statistik und Explorative Datenanalyse*, 2015, S. 3.

593 Nußbaum, *AcP* 1955, 453, 472.

594 Grundlegend Nußbaum, *AcP* 1955, 453, 472 ff.; Raiser, *JZ* 1970, 665, 667 ff.; Scholl, *JZ* 1992, 131 ff.; Finkelstein, *Quantitative Methods in Law*, 1978; Lawless/Robben-nolt/Ulen, *Empirical Methods in Law*, 2016.

Untersuchungsgegenstand muss sich klar und einfach definieren lassen, damit er sich für eine statistische Analyse eignet.⁵⁹⁵ Die erhobenen Variablen müssen operationalisierbar, das heißt zahlenmäßig abbildbar und messbar sein.⁵⁹⁶

Sind diese Voraussetzungen erfüllt, steht empirischer Rechtswissenschaft nichts im Wege. Beispiele für Erkenntnisgewinne gibt es viele – insbesondere aus dem US-amerikanischen Raum.⁵⁹⁷ Empirische Analysen unterstützen theoretisch arbeitende Rechtswissenschaftler dabei, die Wirkungen von Rechtsnormen vorherzusehen und bilden eine Grundlage für normative Rechtspolitik. Sie verbessern das Verständnis der Rechtswissenschaftler für das informationelle, vertragliche, institutionelle und rechtliche Umfeld von Rechtssubjekten als Entscheidungsträger.⁵⁹⁸

Auch in Deutschland und Europa steht ein wachsender Anteil der Rechtswissenschaftler empirischer Rechtswissenschaft offen gegenüber und bejaht ihre Legitimation. Ihre Werke zeigen eindrucksvoll den Sinn und Nutzen empirischer Rechtswissenschaft, indem sie rechtliche Entscheidungen auf neue Tatsachengrundlagen stellen oder die angenommenen Tatsachengrundlagen absichern. Außerdem führt die Verwendung empirischer Methoden zu wissenschaftlichem Fortschritt an den wenig beachteten Rändern der eigenen Disziplin und den Schnittmengen zu Nachbarwissenschaften.⁵⁹⁹ Insbesondere das Kartellrecht zeigt sich offen für empirische Methoden, was sicher nicht zuletzt an seiner Nähe zur Ökonomie liegt. Auf dem Gebiet konnten wichtige Erkenntnisse durch empirische Forschungsansätze erzielt werden.⁶⁰⁰ Auch die materielle Kartellrechtsanwendung hat sich im Zuge des *more economic approach* auf quantitative Analysemethoden eingelassen und nutzt sie teilweise für die tatbestandliche Prüfung der Art. 101 und 102 AEUV.⁶⁰¹

595 Marx, Konsensuales Kartellverfahrensrecht, 2016.

596 Opp, Methodologie der Sozialwissenschaften, 2014, S. 134.

597 Beispiele bei Arlen, 38 Yale Journal on Regulation 2021, 480, 487 ff., 495 ff. m.w.N.

598 Arlen, 38 Yale Journal on Regulation 2021, 480, 482.

599 Risse, NJW 2020, 2383, 2383.

600 Siehe Marx, Konsensuales Kartellverfahrensrecht, 2016; Rengier, WuW 2018, 613 ff.; dazu Klumpe/Thiede, NZKart 2019, 136 ff.; Isikay, WuW 2020, 650 ff.; Podszun, WuW 2021, 216 ff.

601 Nachweise bei Lianos/Genakos in: Lianos/Geradin, Econometric evidence in EU competition law: an empirical and theoretical analysis, 2013, S. 1 ff.

b) Interdisziplinäres Grundverständnis

Obwohl der Nutzen empirischer Methoden in der Rechtswissenschaft weitgehend anerkannt ist,⁶⁰² bestehen nach wie vor kontroverse Diskussionen um die Legitimität und Reichweite der einzelnen Ausgestaltung empirischer Forschungsansätze in der Rechtswissenschaft.⁶⁰³ Im Kern geht es dabei um die Interdisziplinarität der empirischen Rechtsforschung, denn sie steht zwischen der „klassischen“ Rechtswissenschaft und der empirisch tätigen Sozialwissenschaft.⁶⁰⁴ Es muss die Frage beantwortet werden, wie weit empirische Rechtswissenschaft gehen darf und wer empirische Analysen ausführen soll. Oder anders formuliert: Wann überschreitet ein empirisch tätiger Rechtswissenschaftler seinen Kompetenzrahmen?

Mit *Lepsius* können drei interdisziplinäre Grundverständnisse im Recht unterschieden werden. Dabei handelt es sich um arbeitsteiliges, ein integratives und ein delegierendes Grundverständnis.⁶⁰⁵ *Lepsius* entwickelt die drei Grundverständnisse primär für die Rechtsanwendung. Sie lassen sich aber auf die Rechtswissenschaft und die Rechtssetzung übertragen.

Bei einem arbeitsteiligen Grundverständnis wird auf die Sachkunde anderer wissenschaftlicher Disziplinen zurückgegriffen. Für empirische Analysen bedeutet dies, dass ein Fachwissenschaftler die Datenerhebung und Datenanalyse ausführt. Die vom Fachwissenschaftler gefundenen Erkenntnisse fließen als Tatsachengrundlage in die Rechtsanwendung oder Rechtssetzung ein. Beispielsweise greift der Strafrichter auf medizinische oder psychologische Gutachten zurück, um über die Schuldunfähigkeit zu entscheiden.⁶⁰⁶

Das integrativen Grundverständnis vereint die geteilten Schritte des arbeitsteiligen Grundverständnisses beim Rechtswissenschaftler. Er übernimmt die Ermittlung der Tatsachengrundlage durch Datenerhebung und Datenanalyse selbst und bewertet die Ergebnisse anschließend juristisch.⁶⁰⁷

Konträr zum integrativen und arbeitsteiligen Grundverständnis steht das delegierende Grundverständnis. Bestimmte Tatsachen sollen nach dem de-

602 *Lepsius*, JZ 2005, 1 ff.; *Petersen*, Der Staat 2010, 435 ff.; *Arlen*, 38 Yale Journal on Regulation 2021, 480 ff.; kritisch *Augsberg*, 51 Der Staat 2012, 117 ff.

603 *Epstein/King*, 69 The University of Chicago Law Review 2002, 1 ff.; *Lepsius*, JZ 2005, 1 ff.; *Petersen*, Der Staat 2010, 435 ff.

604 Hierzu *Raiser*, JZ 1970, 665 ff.; *Lepsius*, JZ 2005, 1 ff.; *Petersen*, Der Staat 2010, 435 ff.

605 *Lepsius*, JZ 2005, 1.

606 *Lepsius*, JZ 2005, 1, 3 f.

607 *Lepsius*, JZ 2005, 1, 4.

legierenden Grundverständnis gar nicht erhoben werden, sondern dem Gesetzgeber als Einschätzungsprärogative überlassen bleiben.⁶⁰⁸ Die empirische Datenerhebung wäre demnach ausgeschlossen.⁶⁰⁹ Diesen Ansatz verfolgt das Bundesverfassungsgericht, indem es bestimmte Tatsachen nicht selbst überprüft, sondern nur die Art und Weise ihrer Erhebung und Bewertung durch den Gesetzgeber.⁶¹⁰

Das delegierende Grundverständnis ist jedoch ein Ausnahmefall der Rechtsanwendung aus Kompetenzgründen. Denn auch der rechtspolitisch tätige Gesetzgeber arbeitet juristisch und kann bei der Rechtssetzung nur auf die arbeitsteilige und integrative Vorgehensweise zur Ermittlung der Tatsachengrundlage zurückgreifen. Gleiches gilt für die Rechtswissenschaft. Das delegierende Verständnis kann als Sonderfall der Rechtsanwendung durch Gerichte daher bei der hier gefragten allgemeinen Betrachtung ausgeblendet werden. Letztendlich verbleiben das arbeitsteilige und integrative Grundverständnis für die empirische Rechtswissenschaft.

Lepsius beobachtet, dass Juristen sowohl in der Rechtsprechung als auch der Rechtssetzung bei medizinischen, naturwissenschaftlichen oder technischen Fachdisziplinen einen arbeitsteiligen Ansatz wählen würden, während sie gegenüber den Sozialwissenschaften zumeist integrativ vorgehen würden.⁶¹¹ Diese Beobachtung wirkt wie eine allgemeine Abwertung der Sozialwissenschaften durch Rechtswissenschaftler, die unbedingt unterlassen werden sollte.⁶¹² Gerade in Sozialwissenschaften wird häufig empirisch gearbeitet.⁶¹³ Empirische Methoden verlangen zumindest grundlegende statistische Kenntnisse, die in der juristischen Ausbildung keine Rolle spielen. Daher tragen statistisch versierte Wissenschaftler regelmäßig ihre Bedenken an der sachgemäßen Ausführung von Forschungsarbeiten als Argument gegen interdisziplinäre empirische Rechtswissenschaft vor. Häufig mangle es an schon an der Transparenz bei der Beschreibung des Datenerhebungsprozesses und des ausgewerteten Datensatzes, wobei es sich um eine absolute Grundvoraussetzung empirischer Forschung handele.⁶¹⁴ Auch

608 *Lepsius*, JZ 2005, 1, 4.

609 So *Marx*, Konsensuales Kartellverfahrensrecht, 2016, S. 71.

610 *BVerfGE* 106, 62, 150 ff.

611 *Lepsius*, JZ 2005, 1, 3 f.

612 Ebenfalls kritisch *Lepsius*, JZ 2005, 1, 12.

613 Siehe nur *Schnell/Hill/Esser*, Methoden der empirischen Sozialforschung, 2018.

614 *Epstein/King*, 69 The University of Chicago Law Review 2002, 1; *Lepsius*, JZ 2005, 1.

würden zu optimistische Schlüsse gezogen und Zweifel bewusst ausgeblendet, ohne dies kenntlich zu machen.⁶¹⁵

Diese Kritik ist ernst zu nehmen, aber verfängt im Ergebnis nicht als Argument gegen empirische Rechtsforschung.⁶¹⁶ Vielmehr zeigt sie nur, dass bei der Wahl eines integrativen Ansatzes Sorgfalt geboten ist. Empirisch forschende Rechtswissenschaftler müssen sich den wissenschaftlichen Standards der jeweiligen Methode unterwerfen und sich in die fachfremde Methodik einarbeiten.⁶¹⁷ Ob ein arbeitsteiliger oder ein integrativer Ansatz gewählt werden sollte, hängt somit von den individuellen Kenntnissen des jeweiligen Wissenschaftlers ab.⁶¹⁸ Als Anhaltspunkt bietet sich der Schwierigkeitsgrad der eingesetzten statistischen Methoden an. Deskriptive Statistik ist leichter zu erfassen und somit weniger fehleranfällig zu verwenden als induktive Statistik, deren Einsatz sich wesentlich komplexer gestaltet. Sie sollte daher im Zweifel den spezialisierten Fachrichtungen vorbehalten bleiben oder arbeitsteilig ausgeführt werden.

c) Fazit

Korrekt ausgeführt bereichern empirische Methoden die Rechtswissenschaft durch die Ermöglichung neuer wissenschaftlicher Erkenntnisse. Daraus begründet sich die Legitimation empirischer Rechtsforschung. Für die korrekte Ausführung und die wissenschaftliche Professionalität ist der forschende Rechtswissenschaftler selbst verantwortlich. Eignet er sich die notwendigen Kenntnisse an und setzt die Methodik mit der gebotenen wissenschaftlichen Professionalität um, spricht nichts gegen empirische Rechtsforschung mittels eines integrativen Ansatzes.⁶¹⁹ Das wichtigste Gebot ist dabei die Transparenz. Forschung muss replizierbar sein. Alle Arbeitsschritte von der Datensammlung über die Auswertung bis zur Bewertung müssen konsequent offen dargelegt werden, um Nachprüfbarkeit, Reproduzierbarkeit und wissenschaftlichen Diskurs zu ermöglichen.⁶²⁰

615 *Epstein/King*, 69 *The University of Chicago Law Review* 2002, 1, 7.

616 So im Ergebnis auch *Epstein/King*, 69 *The University of Chicago Law Review* 2002, 1, 38.

617 *Marx*, *Konsensuales Kartellverfahrensrecht*, 2016, S. 76.

618 Anders *Lepsius*, *JZ* 2005, 1, 12, der den arbeitsteiligen Ansatz als überlegen einschätzt.

619 So auch *Marx*, *Konsensuales Kartellverfahrensrecht*, 2016, S. 76.

620 So auch *Epstein/King*, 69 *The University of Chicago Law Review* 2002, 1, 38.

2. Legitimation des gewählten integrativen Ansatzes

Die vorliegende Untersuchung wählt einen integrativen Ansatz, um die Forschungsfrage zu beantworten, ob Interessenwahrungspflichten auf Fondsebene die Wettbewerbsbedenken auf Verwalterebene ausschließen können. Wie oben juristisch herausgearbeitet wurde, ist dies der Fall, wenn zwischen den Fonds eines Verwalters Interessenkonflikte bestehen, weil die Fondsportfolios die untersuchte Branche in unterschiedlicher Weise abdecken.⁶²¹ Wie weit die verschiedenen Fonds eines Vermögensverwalters die Branche abdecken, ist eine tatsächliche Frage. Nur anhand der Auswertung der Fondsportfolios kann die Tatsachengrundlage zur Beantwortung der Frage geschaffen und die praktische Relevanz der juristischen Argumentation bewiesen werden.

Diese Forschungsfrage eignet sich für eine empirische Untersuchung. Die Marktabdeckung als untersuchte Variable lässt sich präzise beschreiben und als objektiver Zahlenwert darstellen, der sich statistisch erfassen und mit anderen Messwerten vergleichen lässt. Die Wahl eines interdisziplinären Ansatzes, der integrativ von einem Rechtswissenschaftler ausgeführt wird, legitimiert sich aus zwei Gründen:

Erstens sind die juristische Argumentation und die Tatsachengrundlage unmittelbar verknüpft. Der Interessenkonflikt aufseiten der Vermögensverwalter sowie die Treuhandkonstruktionen im Investmentrecht und ihre Folgen für die kartellrechtrechtliche Argumentation können nur von einem Rechtswissenschaftler erkannt werden, der sich mit der Schnittmenge dieser Gebiete befasst. Das erklärt die fehlenden Daten auf Fondsebene. Existierende Datensätze beschäftigen sich ausschließlich mit Marktabdeckungen auf Ebene der Fondsverwalter und blenden dabei den juristisch relevanten Unterschied zwischen Vermögensverwalter (mit Fonds) und Unternehmen (mit Tochterunternehmen) aus. Ohne den rechtlichen Hintergrund erschließt sich der wissenschaftliche Wert einer Fondsportfolioauswertung nicht. Ein Wissenschaftler einer anderen Disziplin würde diese daher von sich aus nur ausführen, wenn er sich in die – in diesem Fall für ihn fachfremde – rechtswissenschaftliche Materie einarbeitet.

In Betracht käme, die Auswertung mittels eines Auftrags arbeitsteilig zu vergeben. Ein solches Vorgehen ist aber nicht nötig. Denn – hier der zweite Grund – ein mit der empirischen Methodik vertrauter Rechtswissenschaftler kann die Forschungsfrage selbständig durch die Wahl eines integrativen

621 Siehe Fünftes Kapitel B. I. 1.

Ansatzes beantworten, weil sich die quantitativ-empirische Auswertung wie oben erläutert auf ein Beschreibungsmodell beschränkt. Es kommt lediglich deskriptive Statistik zum Einsatz, die nur einfache statistische Mittel verwendet. Zur Anwendung kommen in der Auswertung Mittelwert (arithmetisches Mittel), Median, Modus sowie unteres und oberes Quartil. Die Schwierigkeit der konkreten Auswertung ergibt sich in erster Linie aus der Datensammlung und der Größe des Rohdatensatzes. Eine solche Datenflut mag einem Juristen fremd und komplex vorkommen. Letztendlich handelt es sich lediglich um eine „automatisierte“ Abfrage einer jeden Portfolioliste, ob das gesuchte Unternehmen in der Liste enthalten ist. Die dafür notwendigen Programmierkenntnisse können durch Kurse oder autodidaktisch von einem Rechtswissenschaftler in gleicher Weise erlernt werden wie von einem Wissenschaftler anderer Fachgebiete. Auch Juristen werden sich in einer zunehmend datengetriebenen Welt daran gewöhnen müssen, mit Daten umzugehen. Die Vorgehensweise dieser Arbeit wird in einigen Jahren (im besten Fall) nicht mehr so fremd anmuten wie heute.

III. Verwendete Software (Programmiersprache R)

Da in der Rechtswissenschaft selten Daten ausgewertet werden, gibt es keine üblicherweise von Rechtswissenschaftlern für Datenauswertungen verwendeten Programme. Für Datenanalysen und statistische Anwendungen wird in empirisch arbeitenden Wissenschaften wie der Ökonomie und den Sozialwissenschaftlichen häufig die Programmiersprache R verwendet.⁶²² Ihre Einsatzmöglichkeiten gehen zwar weit über die in dieser Arbeit ausgeführte deskriptive Datenanalyse hinaus. Trotzdem bietet sich ihr Einsatz aufgrund der großen auszuwertenden Datenmenge an.

R ist eine freie Programmiersprache und -umgebung für statistische Berechnungen und Grafiken und kann durch verschiedene Erweiterungspakete ergänzt werden. Als integriertes Softwarepaket zur Datenbearbeitung, Berechnung und Darstellung bietet es eine Vielzahl an Möglichkeiten. Dazu gehören statistische Techniken wie lineare und nichtlineare Modellierung, klassische statistische Tests, Zeitreihenanalyse, Klasseneinteilung und Clusteranalyse sowie grafische Techniken.⁶²³

622 Manderscheid, Sozialwissenschaftliche Datenanalyse mit R, 2017, S. 1.

623 Siehe „What is R?“, abrufbar unter <https://www.r-project.org/about.html> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

Die Verwendung von R bot sich für die Auswertung in der vorliegenden Arbeit an, da die Bestandslisten nur computergestützt auf Verflechtungen zwischen Unternehmen untersucht werden können. Die Masse an Daten von 422 Bestandslisten mit teilweise weit über eintausend Positionen lässt keine händische Auswertung zu. Für die Analyse musste daher zunächst ein Programm konzipiert und geschrieben werden, das die Bestandslisten nach den relevanten Unternehmen durchsucht und die Ergebnisse in einer Tabelle darstellt. Auch das Fondsvolumen der jeweiligen Fonds kann mittels R für die Analyse errechnet werden. Für die statistische Analyse der in der Auswertungstabelle dargestellten Beteiligungen der einzelnen Fonds bietet R eine Vielzahl an Möglichkeiten. Neben der klassischen statistischen Beschreibung der Verteilung kann durch die freie Programmierbarkeit auch eine für das Ziel der Arbeit aufschlussreiche Gruppierung nach Beteiligungsmustern vorgenommen werden.

B. Untersuchungsgegenstand: Portfolios der ETFs von BlackRock

Untersuchungsgegenstand der deskriptiven Analyse sind die Aktienportfolios der ETFs von BlackRock, die in Deutschland und den USA zum Vertrieb zugelassen sind. Aufgrund ihrer Funktionsweise eignen sich ETFs besser für die Auswertung als klassische Investmentfonds. BlackRock veröffentlicht die Bestandslisten im Internet. Nur diese werden als untersuchte Grundgesamtheit definiert. Rückschlüsse auf die gesamten Beteiligungen von BlackRock sollen nicht gezogen werden.

I. Unternehmensbeschreibung

BlackRock wurde 1988 in New York gegründet und bietet als global tätiges Unternehmen die Verwaltung von Vermögenswerten sowie Risikomanagement und Beratungsdienstleistungen an.⁶²⁴ Gemessen an einem im Jahr 2019 verwalteten Vermögen von über sieben Billionen US-Dollar ist BlackRock der größte Vermögensverwalter der Welt.⁶²⁵ Das verwaltete Vermögen

624 *BlackRock*, Viewpoint: BlackRock: Weltweit führend im Vermögens- und Risikomanagement, 2019, S. 1.

625 *BlackRock*, Annual Report 2019, 2020, S. 3; *BlackRock*, Viewpoint: BlackRock: Weltweit führend im Vermögens- und Risikomanagement, 2019, S. 1.

ist hauptsächlich in Aktien und Anleihen angelegt, wobei Aktien mit über 50 Prozent den Großteil ausmachen.⁶²⁶ BlackRock hielt damit in diesem Jahr Unternehmensanteile im Wert von 3,5 Billionen US-Dollar im Auftrag seiner Kunden.

Die Vermögensverwaltung bietet BlackRock hauptsächlich über zwei Strukturen an. Das sind zum einen Instrumente für gemeinsame Anlagen und zum anderen individuelle Vermögensverwaltungsmandate. Instrumente für gemeinsame Anlagen sind zum Beispiel Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) wie Investmentfonds und börsengehandelte Indexfonds (ETFs) und alternative Investmentfonds (AIFs) wie Hedge- oder Immobilienfonds. Diese richten sich an eine Vielzahl von Anlegern, die sowohl Kleinanleger als auch institutionelle Anleger sein können, und sind streng reguliert. Individuelle Vermögensverwaltungsmandate hingegen werden mittels individualisierter Portfolios ausgeführt. Es handelt sich gewissermaßen um „Fonds für einzelne Anleger“. Da in einem solchen Fall alle Vermögenswerte des Portfolios im Eigentum eines Kunden stehen, unterliegen die Portfolios denselben gesetzlichen Bestimmungen wie der Kunde. Aber auch die Verwalter individueller Portfolios unterliegen einer Regulierung.⁶²⁷

II. Einschränkung der untersuchten Grundgesamtheit auf ETFs

Die untersuchte Grundgesamtheit wird definiert als alle in den USA und Deutschland zugelassenen ETFs von BlackRock. Ziel der Untersuchung ist es zu zeigen, dass unterschiedliche Marktabdeckungen und damit Interessenkonflikte zwischen BlackRock-ETFs bestehen. Aussagen über das gesamte Fondsportfolio BlackRocks werden nicht getroffen. Die Auswertung kann aber zeigen, dass zumindest in einem gewichtigen Teil des Fondsportfolios unterschiedliche Branchenabdeckungen und Interessenkonflikte zwischen Fonds herrschen. Es gibt außerdem Gründe, die dafür sprechen, dass es nicht nur ausreichend, sondern sogar aussagekräftiger sein kann, nur die ETFs zu betrachten:

Erstens hängt die Portfoliozusammensetzung der passiv verwalteten ETFs nicht von BlackRock ab. BlackRock kann nicht entscheiden, welche

626 BlackRock, Annual Report 2019, 2020, S. 3.

627 BlackRock, Viewpoint: BlackRock: Weltweit führend im Vermögens- und Risikomanagement, 2019, S. 3.

Aktien erworben werden, sondern muss den Wertpapierkorb auf die gleiche Weise wie den zugrundeliegenden Index zusammenstellen, um einen Gleichlauf der Performance zu ermöglichen. Lediglich kleine Unternehmen können im optimierten Sampling wegen ihrer marginalen Auswirkungen auf den Index weggelassen werden. Die Indizes werden von Dritten entwickelt. Zum Beispiel berechnet MSCI den bekannten Index MSCI World oder die Deutsche Börse den deutschen Leitindex DAX 40. Diese Unternehmen entscheiden nach den von ihnen definierten Kriterien, welche Aktien in Index aufgenommen werden. BlackRock hat somit keine Möglichkeit, die Portfolios nach seinen Interessen (zum Beispiel auf eine maximale Branchenabdeckung) auszurichten.

Zweitens steht BlackRock bei einem aktiven Fonds genau diese Hoheit zu. Eine Momentaufnahme der Branchenabdeckung könnte ein falsches Bild zeichnen, weil BlackRock mit dem Fonds jederzeit Aktien anderer börsennotierter Marktteilnehmer erwerben kann. Es muss daher eigentlich mit dem schlechtesten Fall, mithin einer maximal möglichen Branchenabdeckung, gerechnet werden. Dabei gilt es allerdings zu beachten, dass auch aktive Fonds verbindliche, im Vorhinein festgelegte Anlagekriterien haben, nach denen sie ihre Investments ausrichten müssen. Ein Aktienfonds darf nicht in Immobilien investieren; ein Aktienfonds auf den amerikanischen Markt nicht in deutsche Aktien. Aktive Fonds wählen als Benchmark zum Vergleich ihrer Performance einen Index, der den Anlagekriterien entspricht. Meist greifen sie nur einzelne Unternehmen aus diesem Index in dem Versuch heraus, die Performance des Benchmark-Indexes zu schlagen. Daraus folgt für den Regelfall, dass die Branchenabdeckung maximal so groß ist wie in einem konkurrierenden ETF. Das Worst-Case-Szenario ist somit in den meisten Fällen ein ETF auf den Benchmark-Index. Im Sinne eines Erst-Recht-Schlusses dürfte hier gelten: Liegen Interessenkonflikte zwischen ETFs vor, ist dies erst recht zwischen aktiven Fonds der Fall, weil diese die Branche im Regelfall nicht breiter als die ETFs auf die zugrundeliegenden Indizes abdecken.

Drittens sind ETFs das Hauptgeschäft und der Wachstumstreiber von BlackRock. Mit 30 Prozent wurde 2019 ein großer Teil des von BlackRock verwalteten Vermögens von ETFs gehalten.⁶²⁸ Insgesamt betrug der Anteil des passiv verwalteten Vermögens sogar 76 Prozent.⁶²⁹ Gleichzeitig verzeich-

628 *BlackRock*, Annual Report 2019, 2020, S. 3.

629 *BlackRock*, Annual Report 2019, 2020, S. 3.

nen ETFs bei BlackRock die höchsten Mittelzuflüsse.⁶³⁰ Gleiches gilt für die ebenfalls mit ETFs sehr erfolgreichen Hauptwettbewerber von BlackRock und Plätze zwei und drei der größten Vermögensverwalter – Vanguard und State Street.

Auch wenn keine Aussagen über das gesamte Fondsportfolio auf Basis der definierten Grundgesamtheit getroffen werden können, bieten die ETF-Portfolios einen aussagekräftigen Einblick in die Branchenabdeckungen und Interessenkonflikte innerhalb eines großen und stetig wachsenden Teils des Fondsportfolios von BlackRock. Dass BlackRock die Portfoliozusammensetzung der ETFs im Gegensatz zu den aktiven Fonds nicht ändern kann, verleiht den bestehenden Interessenkonflikten ein zusätzliches Gewicht.

III. ETFs und ihre Funktionsweise

1. Passives Finanzprodukt

ETFs verwalten Vermögen mithilfe einer passiven Anlagestrategie, indem sie die Wertentwicklung eines Aktienindex als Basiswert (sog. „*Underlying*“) abbilden.⁶³¹ Welche Wertpapiere von einem ETF gehalten werden, richtet sich aber nicht allein nach dem Basiswert, sondern auch nach der Methode, mit der der ETF diesen Basiswert abbildet. ETF-Emittenten nutzen drei verschiedene Abbildungsmethoden. Bei der vollständigen Replikation wird der Index eins-zu-eins im Fondsvermögen nachgebildet.⁶³² Der ETF hält in diesem Fall alle im Index enthaltenen Aktien in der gleichen Gewichtung. Enthält ein Index sehr viele verschiedene Wertpapiere, weichen einige Anbieter auf die Methode des Samplings aus. Dabei versucht der ETF-Emittent den Basiswert mit nur einem Teil der im Index enthaltenen Werte abzubilden.⁶³³ Der ETF hält in diesem Fall zwar die wichtigsten Positionen, aber nicht mehr alle Werte eines Indexes. Darüber hinaus existieren synthetische ETFs als dritte Methode. Solche synthetischen ETFs investieren nicht in die Aktien des Indexes, sondern in einen vorher festgelegten Korb von beliebigen Aktien. Der Gleichlauf der Wertentwicklung wird durch einen

630 *BlackRock*, Annual Report 2019, 2020, S. 4.

631 Siehe zu passiven Anlagestrategien Zweites Kapitel B. III 2.

632 *Kirchhoff* in: Everling/Kirchhoff, Exchange Traded Fund Rating, 2011, S. 30.

633 *Kirchhoff* in: Everling/Kirchhoff, Exchange Traded Fund Rating, 2011, S. 30.

Vertrag mit einer Gegenpartei (sog. „Swap“) erreicht. Die Wertentwicklung des „Aktienkorbs“ des ETF wird auf diese Weise vertraglich mit der Wertentwicklung des Indexes als Basiswert ausgetauscht.⁶³⁴ Ein synthetischer ETF muss daher nicht eine Aktie des Basiswerts halten.

BlackRock legt ETFs nach der Methode der physischen Replikation auf, die entweder vollständig oder als Sampling ausgeführt wird. Die in der Auswertung untersuchten ETFs enthalten also immer Aktien der Unternehmen, die im zugrunde liegenden Index enthalten sind.

2. Grundlegende Funktionsweise

Neben den Vorteilen einer passiven Anlagestrategie war die Entwicklung von ETFs auch eine Reaktion auf zwei wesentliche Nachteile der Funktionsweise von klassischen Investmentfonds. Der erste Nachteil betrifft das sog. „*Forward Pricing*“ beim üblichen Handel mit klassischen Investmentfonds auf dem Primärmarkt. Unter dem Primärmarkt wird der direkte Handel mit der Fondsgesellschaft des Investmentfonds verstanden. Zum Zeitpunkt des Erwerbs oder Verkaufs kennt der Anleger den Ausgabe- und Rücknahmepreis nicht, da dieser erst nach Berechnung des Nettoinventarwerts zu den Börsenschlusskursen desselben Tages durch den Emittenten festgestellt wird.⁶³⁵ Der Nettoinventarwert wird durch die Addition sämtlicher Vermögenswerte des Fonds abzüglich aller Verbindlichkeiten ermittelt. Geteilt durch die Anzahl der ausgegebenen Anteile ergibt sich daraus der Wert eines Fondsanteils, den die Fondsgesellschaft bei der Festlegung der Ausgabe- und Rücknahmepreise im Rahmen des *Forward Pricing* im Primärmarkt zugrunde legt.⁶³⁶ Der zweite Nachteil betrifft den Handel eines Fondsanteils an der Börse, also auf dem Sekundärmarkt. An der Börse richtet sich der Preis allein nach Angebot und Nachfrage. Daher kann der Börsenpreis vom inneren Wert der Anteile, dem untertags nicht ermittelten und wegen fehlender Transparenz nicht ermittelbaren Nettoinventarwert, abweichen.⁶³⁷

634 Kirchhoff in: Everling/Kirchhoff, Exchange Traded Fund Rating, 2011, S. 30.

635 Luchsinger Gähwiler in: Reutter/Werlen, ETFs und andere passive Finanzinstrumente am Kapitalmarkt, 2012, S. 25.

636 Luchsinger Gähwiler in: Reutter/Werlen, ETFs und andere passive Finanzinstrumente am Kapitalmarkt, 2012, S. 25.

637 Luchsinger Gähwiler in: Reutter/Werlen, ETFs und andere passive Finanzinstrumente am Kapitalmarkt, 2012, S. 25.

Diese Nachteile vermeidet ein ETF durch eine hybride Struktur, die sowohl Merkmale von offenen als auch von geschlossenen Fonds aufweist. Zwar sind ETFs an sich offene Fonds, da auf dem Primärmarkt ständig neue Anteile ausgegeben und zurückgenommen werden können. Gleichzeitig können sie wie geschlossene Fonds an der Börse gehandelt werden. Die ETF-Anleger beteiligen sich nicht am Primärhandel. Sie erwerben keine Anteile direkt beim Vermögensverwalter, sondern nur im Sekundärhandel an Börsen oder im Direkthandel mit anderen Marktteilnehmern wie Banken.

Den Prozess der Schaffung neuer Anteile übernehmen Finanzinstitutionen, die als „*Authorized Participants*“ oder „*Market Maker*“ bezeichnet werden und in einer vertraglichen Beziehung zum ETF-Emittenten stehen. Sie können eine vom ETF-Emittenten festgelegte Anzahl ETF-Anteile (sog. „*Creation Units*“, z. B. 50 000 ETF-Anteile) im Tausch gegen einen Wertpapierkorb erwerben, der die Zusammensetzung des ETF-Sondervermögens exakt nachbildet.⁶³⁸ Der Ausgabeprozess ist dadurch vergleichsweise einfach und es wird garantiert, dass sich der Wert eines ETF-Anteils als auch die Zusammensetzung des ETF-Portfolios bei der Vergrößerung des Fondsvolumens nicht ändert. Die *Authorized Participants* bieten die Anteile dann im Sekundärmarkt an den Börsen zum Kauf an und schaffen so Liquidität.⁶³⁹ Weil die vollständige Portfoliotransparenz Arbitrage-Geschäfte ermöglicht, werden ETF-Anteile für die Anleger an den Börsen zu einem fairen Kurs gehandelt, der dem Nettoinventarwert pro Anteil nahezu entspricht. Die Portfoliotransparenz wird mittels des indikativen Nettoinventarwerts sichergestellt, der von einem Dienstleister im Auftrag des den Fonds aufliegenden Vermögensverwalters mehrmals in der Minute errechnet und veröffentlicht wird. Er ergibt sich aus den Börsenkursen der Einzelpositionen des Portfolios zuzüglich der liquiden Mittel geteilt durch die Anzahl der Anteile. Weicht der indikative Nettoinventarwert des ETFs von dessen Börsenkurs ab, bietet sich für die *Market Maker* eine Möglichkeit für Arbitrage-Geschäfte. Liegt der indikative Nettoinventarwert unter dem Börsenkurs, kauft er ETF-Anteile auf und tauscht sie beim ETF-Emittenten gegen den Wertpapierkorb ein. Die Wertpapiere verkauft er sodann zum Marktpreis und streicht den Gewinn ein. Durch die Nachfrage nach

638 SEC Office of Investor Education and Advocacy, Investor Bulletin: Exchange-Traded Funds (ETFs), 2012, S. 2.

639 Harrer, Exchange Traded Funds, 2016, S. 37 f.

den ETF-Anteilen wird der Kurs gestützt und nähert sich wieder dem indikativen Nettoinventarwert an.⁶⁴⁰

IV. Datenverfügbarkeit

Um die Fondsstrukturen eines Vermögensverwalters auszuwerten und mögliche Interessenkonflikte zu erkennen, werden die Daten zur Zusammensetzung der einzelnen Fonds benötigt. Im Rahmen der gesetzlich vorgeschriebenen Berichterstattung muss in Deutschland zweimal jährlich im Jahres- und Halbjahresbericht eine Vermögensaufstellung des gesamten Fondsportfolios gem. § 101 Abs. 1 S. 3 Nr. 1 KAGB bzw. § 103 i.V.m § 101 Abs. 1 S. 3 Nr. 1 KAGB vorgenommen werden. Auch in anderen Ländern sind Investmentfonds mehrmals im Jahr verpflichtet, eine Vermögensaufstellung zu veröffentlichen; in den USA ist dies zum Beispiel vierteljährlich der Fall.⁶⁴¹

Die Portfoliozusammensetzungen von ETFs müssen hingegen schon aufgrund ihrer oben erläuterten Funktionsweise transparent sein. Der ETF-Emittent ist gezwungen, den indikativen Nettoinventarwert zu veröffentlichen und zumindest gegenüber den für den Ausgabeprozess beauftragten Finanzinstitutionen auch die genaue Portfoliozusammensetzung offenzulegen, damit diese den Eintauch der Wertpapierkörbe gegen Anteile durchführen können. Im Regelfall veröffentlichen ETF-Emittenten die tägliche Portfoliozusammensetzung ihrer ETFs zusätzlich für jeden einsehbar auf ihren Internetseiten.⁶⁴² Auch BlackRock veröffentlicht die Portfoliozusammensetzung als herunterladbare CSV-Datei im Internet. Auf diese Weise konnten die Rohdaten für den Datensatz gesammelt werden.

C. Datensatz

I. Beschreibung

Der bereinigte Datensatz besteht aus 422 Bestandslisten von in Europa und den USA zum Vertrieb zugelassenen ETFs aus der 41. Kalenderwoche

640 Harrer, *Exchange Traded Funds*, 2016, S. 40 ff.

641 SEC Office of Investor Education and Advocacy, *Investor Bulletin: Exchange-Traded Funds (ETFs)*, 2012, S. 2.

642 SEC Office of Investor Education and Advocacy, *Investor Bulletin: Exchange-Traded Funds (ETFs)*, 2012, S. 2.

des Jahres 2019. Dabei handelt es sich um alle in Europa und den USA zugelassenen ETFs, soweit diese direkt an Unternehmen beteiligt sind und nicht bloß Beteiligungen an anderen Fonds erwerben. Benannt sind die Bestandslisten nach ihrem Emittententicker, dem bei den in Deutschland zugelassenen ETFs ein „DE_“ und bei den in den USA zugelassenen Fonds ein „US_“ vorangestellt ist. Die 422 ETFs teilen sich auf 204 deutsche und 218 US-amerikanische auf.

Die Bestandslisten der ETFs enthalten Werte zu mindestens zehn Variablen wie in Abbildung 13 dargestellt. Die Variablen werden dabei für die in Deutschland zugelassenen ETFs auf Deutsch und für die in den USA zugelassenen ETFs auf Englisch angegeben. Die meisten Bestandslisten enthalten außerdem Währung, Marktwährung und Wechselkurs als zusätzliche Variablen. Werden jedoch alle Aktien des Fonds in der Währung des Fonds gehandelt, enthalten die Rohdaten und daher auch die bereinigten Bestandslisten diese Informationen nicht. Handelt es sich um einen länderübergreifenden ETF, wird der Standort als zusätzliche Variable geführt. Viele Bestandslisten geben auch die international verwendete ISIN („*International Securities Identification Number*“) oder die SEDOL („*Stock Exchange Daily Official List*“) der London Stock Exchange oder beide Identifikationsnummern für die Wertpapiere an. Mangels Bedeutung für die Aktienpositionen einer Bestandsliste wird von der Darstellung darüberhinausgehender Variablen abgesehen.⁶⁴³

Abbildung 13: Muster der Mindestvariablen der Bestandslisten mit deutscher und englischer Bezeichnung

Emittententicker/ Ticker	Name/ Name	Anlageklasse/ Asset Class	Gewichtung/ Weight	Kurs/ Price	Nominale/ Shares	Marktwert/ Market Value	Nominalwert/ Notional Value	Sektor/ Sector	Börse/ Exchange

643 Nur der in den USA zugelassene ETF unter dem Ticker EMIF enthält darüberhinausgehende Variablen. Im Einzelnen sind dies: Coupon (%), Maturity, YTM (%), Yield to Worst (%), Duration und Mod. Duration. Für die Aktienpositionen sind diese Variablen aber bedeutungslos, da sie sich nur auf Cash- oder Derivatepositionen beziehen.

II. Datenerhebung /-quellen

Da kein zusammengestellter Datensatz mit Bestandslisten zu ETFs existiert, mussten die Daten erhoben werden. BlackRock stellt tagesaktuelle Bestandslisten zu seinen ETFs auf seinem Internetauftritt zum Download zur Verfügung. Über die deutsche Website⁶⁴⁴ von BlackRock wurden die Bestandslisten aller in Deutschland zum Vertrieb zugelassenen ETFs heruntergeladen. Mit der gleichen Vorgehensweise wurden die Bestandslisten der in den USA zum Vertrieb zugelassenen ETFs über die US-amerikanische Website⁶⁴⁵ gesammelt. Der so zusammengestellte Rohdatensatz enthält 204 Bestandslisten in Deutschland zugelassener ETFs und 235 Bestandslisten in den USA zugelassener ETFs. Die insgesamt 439 Bestandslisten stammen aus der 41. Kalenderwoche des Jahres 2019.⁶⁴⁶

III. Datenbereinigung

Der Rohdatensatz musste für die spätere Verarbeitung und Auswertung bereinigt werden. Bei der Sichtung der Bestandslisten ergaben sich mehrere Probleme. In erster Linie sind dabei das Format und die Uneinheitlichkeit der Bestandslisten zu nennen. Es ergab sich jedoch auch Bearbeitungsbedarf aus der Besonderheit einzelner ETFs oder deren Bestandslisten.

1. Entfernung der Currency-Hedged-ETFs

In einem ersten Schritt wurden 17 Bestandslisten aufgrund einer Besonderheit des Aufbaus der ETFs aus dem Datensatz entfernt. Bei allen handelte es sich um sog. Currency-Hedged-ETFs. Bei einem Currency-Hedged-ETF wird der Fonds gegen Wechselkursschwankungen abgesichert. Beispielsweise kann auf diese Weise ein ETF auf den japanischen Aktienmarkt, dem zum Beispiel der Index MSCI Japan zugrunde liegt, gegenüber dem US-Dollar gesichert werden. Steigt der Wert des US-Dollars im Vergleich zum Yen, reduziert dies für einen US-Investor den Wert der in Yen gehalten japa-

644 <https://www.blackrock.com/de> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

645 <https://www.blackrock.com/us/individual> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

646 Bis auf wenige Ausnahmen sind die Bestandslisten auf den 10. Oktober 2019 datiert. Falls für dieses Datum keine Daten verfügbar waren, wurde auf eine Bestandsliste von einem anderen Tag der gleichen (41.) Kalenderwoche ausgewichen.

nischen Aktien. Durch Devisentermingeschäfte (sog. „*Currency Forwards*“) werden die Verluste in einem solchen Fall ausgeglichen. Gleiches gilt auch umgekehrt: Wertet der Yen im Vergleich zum US-Dollar auf, werden die dadurch resultierenden Gewinne durch Devisentermingeschäfte eliminiert. In der Praxis baut BlackRock Currency-Hedged-ETFs so auf, dass diese Anteile an dem in der jeweiligen Ausgangswährung notierten ETFs (ebenfalls von BlackRock) hält und Devisenterminkontrakte auf die Zielwährung beimischt. Aufgrund dieses Aufbaus dürfen die ETFs bei der Auswertung nicht berücksichtigt werden. Ihr Kapital fließt in den Ausgangs-ETF und nicht direkt in Aktien, weshalb das von ihnen gehaltene Kapital andernfalls doppelt berücksichtigt werden würde.

2. Angleichung des Formats für R

Die Bestandslisten mussten in ein Format gebracht werden, das von R ohne Fehler eingelesen und verarbeitet werden kann. Dafür mussten bei den verbliebenen 422 Bestandslisten der Dokumentenkopf, der Informationen zum Fonds sowie das Datum enthält, entfernt werden. Außerdem musste das Format der Zahlen in den Bestandslisten geändert werden, weil diese mit Trennpunkten arbeiten, die R nicht verarbeiten kann. Diese Bereinigung der Bestandslisten wurde mit Microsoft Excel ausgeführt. Das Ziel der Formatbereinigung war lediglich die Möglichkeit der computerbasierten Verarbeitung der Bestandslisten mittels R. Nach der Bereinigung mussten alle Bestandslisten dem Muster in Abbildung 13 entsprechen. Die Währungen der Fonds wurden deshalb bei der Bereinigung der Daten nicht angetastet, da dieser Schritt für das Einlesen nicht relevant ist. Die Umrechnung von Beträgen in Währungen erfolgte erst im Rahmen der Auswertung.

3. Einzelfragen

Bei dem in den USA zugelassenen iShares MSCI USA Mid-Cap Multifactor ETF mit dem Emittententicker MIDF⁶⁴⁷ fehlen in den Rohdaten Angaben zum Marktwert. Lediglich der Nominalwert ist angegeben. Aus diesem Grund wurde eine neue Spalte mit der Variable Marktwert in die Tabelle

647 Im finalen und bereinigten Datensatz wird der iShares MSCI USA Mid-Cap Multifactor ETF unter dem Kürzel US_MIDF geführt.

eingefügt und diese mit den Werten der Variable Nominalwert gefüllt. Für diesen konkreten ETF führt dieses Vorgehen zu keinerlei Veränderungen, da der Nominalwert bei Aktien nach der Systematik Bestandslisten von BlackRock nicht vom Marktwert abweicht. Anleihen oder Derivate, bei denen sich Abweichungen zwischen Nominalwert und Marktwert ergeben, sind im iShares MSCI USA Mid-Cap Multifactor ETF nicht enthalten.

Eine zweite Einzelfrage ergab sich bei dem in den USA zugelassenen iShares Russell 2500 ETF mit dem Emittententicker SMMD⁶⁴⁸, der den Aktienindex Russell 2500 abbilden soll. Beim Russell 2500 handelt es sich um einen Nebenwerteindex bestehend aus den 2500 kleinsten Positionen des Russell 3000, einem Aktienindex, der wiederum die 3000 Unternehmen mit der größten Marktkapitalisierung der USA enthält.⁶⁴⁹ Aus der Bestandsliste ergibt sich, dass der ETF auf einem anderen ETF, dem iShares Russell 2000 ETF mit dem Emittententicker IWM,⁶⁵⁰ aufbaut. Der Russell 2000 besteht aus den 2000 kleinsten Unternehmen des Russell 3000. Im fraglichen iShares Russell 2500 ETF werden die Anteile am iShares Russell 2000 ETF, die 41,29 Prozent des Fonds ausmachen durch Aktien der Unternehmen an den Positionen 501 bis 1000 im Russell 3000 ergänzt. Diese Angaben enthält der erste Teil der Bestandsliste. In einem zweiten Teil werden dann zusätzlich alle direkt und mittelbar (also über den iShares Russell 2000 ETF) enthaltenen Unternehmen aufgelistet. Fraglich war, ob die mittelbaren Positionen dieses ETFs als *Underlying* in die Untersuchung von Verflechtungen mit einfließen soll. Im Gegensatz zu den Currency-Hedged-ETFs spricht hier dafür, dass der ETF selbst Aktienpositionen hält und auf diese Weise neue, andernfalls nicht erfasste Verflechtungen zwischen Unternehmen entstehen. Dagegen spricht aber, dass bei einem solchen Vorgehen Aktienbestände zweimal erfasst werden, nämlich bei Untersuchung des iShares Russell 2500 ETFs und des iShares Russell 2000 ETFs. Außerdem kann auch nur der direkt beteiligte iShares Russell 2000 ETF seine Aktionärsrechte geltend machen. Entscheidend für die Auswertung sind daher nur die direkt gehaltenen Positionen. Der zweite Teil der Bestandsliste musste aus diesem Grund gelöscht werden.

648 Im finalen und bereinigten Datensatz wird der iShares Russell 2500 ETF unter dem Kürzel US_SMMD geführt.

649 Siehe Factsheet des ETF, abrufbar unter <https://www.blackrock.com/us/individual/literature/fact-sheet/smmd-ishares-russell-2500-etf-fund-fact-sheet-en-us.pdf> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

650 Im finalen und bereinigten Datensatz wird der iShares Russell 2000 ETF unter dem Kürzel US_IWM geführt.

Eine ähnliche Frage stellte sich bei zwei weiteren in den USA zugelassenen Fonds. Dabei handelte es sich um den iShares MSCI Emerging Markets ex China ETF mit dem Emittententicker EMXC⁶⁵¹ und den iShares MSCI ACWI ex U.S. ETF mit dem Emittententicker ACWX⁶⁵². Die Fonds bauen beide teilweise auf dem iShares MSCI India ETF mit dem Emittententicker INDA⁶⁵³ auf, der 12,74 bzw. 2,28 Prozent des jeweiligen Fondsvolumens ausmacht und durch die übrigen Aktien des jeweiligen Indexes als Direktinvestments ergänzt wird. In diesem Fall waren die Positionen des teilweise zugrundeliegenden ETFs nicht in einer zweiten Tabelle in den Bestandslisten angegeben. Es stellte sich die Frage, ob die mittelbaren Aktienpositionen in den Bestandslisten ergänzt werden müssen. Aus den gleichen Gründen, die für die Löschung der mittelbaren Positionen beim iShares Russell 2500 ETF sprechen, dürfen die mittelbaren Positionen in diesen Fällen nicht ergänzt werden.

D. Deskriptiv-statistische Auswertung

Im Folgenden wird die Auswertung des Datensatzes erläutert. Sie erfolgt in drei Schritten unter Verwendung der Programmiersprache R. Jeder Schritt wird beschrieben sowie die verwendeten Funktionen und statistischen Maßzahlen vorgestellt. Anschließend wird der verwendete Code offengelegt. Außerdem wird die Entscheidung über die Auswahl der untersuchten Branchen dargestellt.

I. Vorgehen in drei Schritten

Die Auswertung des Datensatzes gliedert sich in drei Schritte. Bei dem ersten Schritt handelt es sich um eine notwendige Vorarbeit. Die eigentliche deskriptiv-statistische Auswertung erfolgt erst in den Schritten zwei und drei. Im zweiten Schritt wird die Beteiligungsintensität analysiert. Die Beteiligungsintensität wird definiert, als die Summe der Unternehmen, an

651 Im finalen und bereinigten Datensatz wird der iShares MSCI Emerging Markets ex China ETF unter dem Kürzel US_EMXC geführt.

652 Im finalen und bereinigten Datensatz wird der iShares MSCI ACWI ex U.S. ETF unter dem Kürzel US_ACWX geführt.

653 Im finalen und bereinigten Datensatz wird der iShares MSCI India ETF unter dem Kürzel US_INDA geführt.

denen ein Fonds innerhalb einer Branche beteiligt ist. Der dritte Schritt widmet sich der Analyse der Beteiligungsmuster. Dem Beteiligungsmuster lässt sich entnehmen, an welchen Unternehmen der Fonds beteiligt ist. Das Beteiligungsmuster zweier Fonds ist nur dann identisch, wenn sie ausschließlich Anteile der gleichen Unternehmen einer Branche halten.

1. Erstellen einer Auswertungstabelle für die untersuchte Branche

a) Beschreibung

Im ersten Schritt erfolgt die Untersuchung, welche der zuvor festgelegten Unternehmen einer Branche in welchem der 422 ETFs aus dem Datensatz vorkommen. Um Verwechslungen zu vermeiden, arbeitet der Code nicht mit Namen der Unternehmen, sondern mit den eindeutig zugewiesenen ISINs. Das Ergebnis wird in einer Tabelle festgehalten. Jede Zeile der Tabelle steht für einen Fonds und jede Spalte für ein Unternehmen. An den Schnittpunkten wird mittels der Zahlen 0 und 1 angegeben, ob das Unternehmen in dem Fonds enthalten ist (dann 1) oder nicht (dann 0). In der schematischen Darstellung einer Auswertungstabelle (Abbildung 14) enthält zum Beispiel Fonds 1 nur eine Beteiligung an Unternehmen C, Fonds 2 keine Beteiligung an den Unternehmen und Fonds 3 Beteiligungen an den Unternehmen A und C.

Abbildung 14: Schematische Darstellung einer Auswertungstabelle mit beispielhaften Auswertungsergebnissen

	Unternehmen A	Unternehmen B	Unternehmen C
Fonds 1	0	0	1
Fonds 2	0	0	0
Fonds 3	1	0	1

b) Programmcode

Der im Folgenden beschriebene Programmcode für R ist für jede Branche vervollständigt im Anhang zu finden. Zunächst wird das Arbeitsverzeichnis mit dem Befehl *setwd* auf einen Ordner mit den 422 Bestandslisten des Datensatzes gesetzt. Die Pakete *tidyverse* und *dplyr* werden aktiviert.

Für das Einlesen des Datensatzes wird zunächst eine Liste *filenames* erstellt, die die Namen aller Dateien im Arbeitsverzeichnis, also aller Bestandslisten, enthält. Die Bestandslisten werden in eine Liste von Datenrahmen mit dem Namen *fund_list* mithilfe des Befehls

```
fund_list <- lapply(filenames, read.csv2)
```

eingelassen, der die Einlesefunktion *read.csv2* auf jeden Dateinamen im Arbeitsverzeichnis anwendet. Die Funktion *read.csv2* wird verwendet, weil es sich bei den eingelesenen CSV-Dateien um solche im deutschen bzw. europäischen Format handelt, bei denen das Dezimaltrennzeichen ein Komma und das Feldtrennzeichen ein Semikolon ist. Das Ergebnis ist eine Liste von 422 Datenrahmen, wobei jeder Datenrahmen eine Bestandsliste repräsentiert. Anschließend wird ein Vektor mit dem Namen *ISIN_list* erstellt, die die ISINs der zu suchenden Unternehmen enthält. Die ISINs werden direkt im Code angegeben.

Das Ziel des dann folgenden Teils des Codes ist es, eine leere Liste *data* mit Vektoren zu füllen, die jeweils die Anwesenheit oder Abwesenheit einer bestimmten ISIN in einem bestimmten Fonds mit 0 oder 1 angeben. Dafür werden zwei Schleifen verwendet.

Der Code beginnt mit der Erstellung der leeren Liste *data* durch den Befehl *data* <- *list()*. Dann startet eine äußere Schleife

```
for (fund in fund_list)
```

über alle Bestandslisten der Fonds, die sich in der Liste von Datenrahmen *fund_list* befinden. In der äußeren Schleife werden die Objekte in der *fund_list* als *fund* definiert. Für jeden Fonds erstellt die äußere Schleife mit dem Befehl

```
row <- numeric(length(ISIN_list))
```

einen numerischen Vektor mit dem Namen *row*, der die Länge des Vektors *ISIN_list* hat. Dieser Vektor wird in der Auswertungstabelle eine Reihe darstellen. Eine innere Schleife

```
for (i in seq_along(ISIN_list))
```

füllt den Vektor *row*, indem sie für jede ISIN in *ISIN_list* überprüft, ob sie im aktuellen Fonds enthalten ist. Für die innere Schleife werden die Objekte der *ISIN_list* als *i* definiert. Der Befehl

```
row[i] <- as.integer(ISIN_list[i] %in% fund$ISIN)
```

führt diese Überprüfung in der Spalte ISIN der untersuchten Bestandsliste aus und gibt das Ergebnis als TRUE oder FALSE wieder, wandelt es in 1 und 0 um und schreibt es in den Vektor *row*. Nachdem alle ISINs überprüft wurden, wird der Vektor *row* mit dem Befehl

```
data <- append(data, list(row))
```

als neues Element der Liste *data* hinzugefügt. Der Prozess beginnt daraufhin erneut mit der äußeren Schleife und wiederholt sich so lange, bis alle 422 Bestandslisten des Datensatzes abgearbeitet sind.

Die Vektoren in der Liste *data* sind unbenannt. Sie werden daher mithilfe des Vektors *filenames* durch den Befehl

```
names(data) <- filenames
```

benannt. Anschließend werden die Vektoren als Reihen zu einer Matrix mit dem Namen *matrix-combined* verbunden. Dafür wird der Befehl

```
matrix_combined <- t(bind_rows(data))
```

verwendet. In der Matrix lassen sich die Spalten benennen. Der Befehl

```
colnames(matrix_combined) <- ISIN_list
```

fügt den Spalten die in der *ISIN_list* gespeicherten ISINs als Namen hinzu. Zur Abspeicherung und weiteren Verarbeitung wandelt der Code

```
df_combined <- as.data.frame(matrix_combined)
```

die fertige Datenmatrix in einen Datenrahmen um. Das Ergebnis ist eine Auswertungstabelle, in der jede Zeile einen Fonds und jede Spalte ein Unternehmen bzw. dessen ISIN repräsentiert. Mit den Zahlen 0 und 1 gibt die Auswertungstabelle an, ob die ISIN in der Bestandsliste des Fonds enthalten ist. Die Tabelle wird mit dem Befehl *write.csv2* als CSV-Datei exportiert.

2. Statistische Analyse der Häufigkeitsverteilung der Branchenabdeckung

a) Beschreibung

Im zweiten Schritt wird die Häufigkeitsverteilung der Branchenabdeckung statistisch analysiert und grafisch dargestellt. Die Branchenabdeckung gibt an, wie viele Unternehmen einer Branche ein Fonds hält. Dafür wird der

Auswertungstabelle eine zusätzliche Spalte mit der Summe der gesuchten Unternehmen angefügt, an denen der Fonds beteiligt ist. Dies geschieht durch die Addition der Werte jeder Zeile.

aa) Erhobene statistische Maßzahlen

Die Häufigkeitsverteilung der Beteiligungsintensität wird über diese Spaltenspalte ausgewertet. Um die Verteilung statistisch zu beschreiben, werden sieben statistische Maßzahlen berechnet. Diese sind arithmetisches Mittel, Median, Modus, Minimum, Maximum sowie das erste und dritte Quartil.

Das Minimum ist der geringste Messwert einer Verteilung und das Maximum der größte. Die Werte beschreiben den Spannbereich einer Verteilung.⁶⁵⁴ In der vorliegenden Auswertung geben diese Werte die geringste und größte gemessene Summe der enthaltenen Unternehmen aus einer Branche an. Die Verteilung innerhalb des Spannbereichs wird durch arithmetisches Mittel, Median, erstes sowie drittes Quartil und Modus beschrieben.

Das arithmetische Mittel berechnet sich als Durchschnittswert aller Messwerte.⁶⁵⁵ Es gibt an, an wie vielen Unternehmen ein Fonds durchschnittlich in der untersuchten Branche beteiligt ist. Das arithmetische Mittel eignet sich besonders zur Beschreibung von symmetrischen Häufigkeitsverteilungen ohne Ausreißer, da es durch einzelne Ausreißer nach oben oder unten verzerrend wirken kann.⁶⁵⁶

Der Median hingegen wird durch Ausreißer nicht beeinflusst. Er ist der Wert, der genau in der Mitte einer geordneten Zahlenreihe steht. Der Median teilt die beobachteten Daten in zwei gleich große Hälften.⁶⁵⁷ Eine Hälfte der Daten liegt unterhalb und die andere Hälfte oberhalb des Medians. Schiefe Verteilungen, bei denen sich die Werte im unteren oder oberen Spannbereich konzentrieren, lassen sich durch den Median daher besonders gut beschreiben.⁶⁵⁸

654 Holland/Scharnbacher, Grundlagen der Statistik, 2010, S. 51 f.

655 Holland/Scharnbacher, Grundlagen der Statistik, 2010, S. 47.

656 Cleff, Deskriptive Statistik und Explorative Datenanalyse, 2015, S. 38.

657 Holland/Scharnbacher, Grundlagen der Statistik, 2010, S. 42.

658 Cleff, Deskriptive Statistik und Explorative Datenanalyse, 2015, S. 47 f.

Die Verteilung lässt sich abseits ihrer Mitte durch weitere Werte beschreiben. Dafür werden für die vorliegende Auswertung das erste Quartil, auch unteres Quartil genannt, und das dritte Quartil, auch oberes Quartil genannt, berechnet. Wie der Median sind die Quartile besondere Quantile. Sie teilen die sortierte Datenreihe der Beobachtungen in vier Abschnitte. Genau ein Viertel der beobachteten Werte ist kleiner oder gleich dem Wert des unteren Quartils; genau ein Viertel ist größer oder gleich dem Wert des oberen Quartils.⁶⁵⁹ Durch den Median sowie das untere und obere Quartil ergibt sich ein Bild der Verteilung der Branchenabdeckung der verschiedenen ausgewerteten Fonds.

Die letzte ermittelte statistische Maßzahl ist der Modus. Als Modus wird der Wert bezeichnet, der am häufigsten beobachtet wurde.⁶⁶⁰ Der Modus gibt die am häufigsten vorkommende Branchenabdeckung an.

bb) Modifizierung der Auswertungstabelle

Die Aussagekraft der statistischen Maßzahlen wird durch den Wert 0 in der Spaltenspalte verfälscht. Der Wert 0 drückt aus, dass der Fonds kein Unternehmen der untersuchten Branche hält. Ein solcher Fonds ist in seinem Interesse in Bezug auf die ausgewertete Branche neutral. Er hat weder ein Gesamtmarktinteresse oder Interesse an einem Teil des Marktes noch ein Interesse an dem Florieren eines Unternehmens. Bei der Analyse von Interessenkonflikten müssen solche Fonds ausgeklammert werden, da ansonsten Mittelwert, Median und die Quartilsgrenzen verzerrt werden und niedriger ausfallen. So wird der Gefahr entgegengewirkt, die Beteiligungsintensität im Sinne eines Gesamtmarktinteresses zu unterschätzen. Dazu wird eine modifizierte Auswertungstabelle erstellt, in dem jede Summe 0 durch NA ersetzt wird. Den Wert NA ignoriert R bei den statistischen Berechnungen. Die Häufigkeitsverteilung wird anhand der Spaltenspalte der modifizierten Auswertungstabelle wie zuvor mit den gleichen statistischen Maßzahlen analysiert. Als zusätzlicher Wert wird die Anzahl der Fonds angegeben, die aufgrund fehlender Beteiligungen in den Branchen nicht beachtet wurden.

659 Hellbrück, Angewandte Statistik mit R, 2016, S. 46 f.

660 Cleff, Deskriptive Statistik und Explorative Datenanalyse, 2015, S. 37.

cc) Grafische Darstellung

Eine Häufigkeitsverteilung wird grafisch mittels eines Histogramms dargestellt. Dafür ist die Einteilung in Klassen erforderlich. Der Balken für jede Klasse gibt an, in welcher Häufigkeit die jeweilige Branchenabdeckung vorkommt.

b) Programmcode

Der im Folgenden beschriebene Programmcode für R ist für jede Branche vervollständigt im Anhang zu finden. Das Arbeitsverzeichnis wird mit dem Befehl *setwd* auf einen Ordner festgelegt, der die in dem ersten Schritt erstellte Auswertungstabelle enthält. Die Pakete *tidyverse* und *dplyr* werden aktiviert.

Die Auswertungstabelle wird mit dem Befehl

```
df_combined <- read.csv2("Branche_Auswertung.csv", row.names = 1)
```

als Datenrahmen *df_combined* eingelesen. Dabei wird festgelegt, dass die erste Zeile mit den ISINS die Namen der Spalten in dem Datenrahmen enthält. Dann wird dem Datenrahmen mit dem Befehl

```
df_combined$Summe <- rowSums(df_combined)
```

eine zusätzliche Spalte mit der Summe aller Treffer pro Zeile angefügt, die den Namen *Summe* trägt. Um die Auswertung auf die Fonds mit mindestens einer Beteiligung begrenzen zu können, wird ein neuer Datenrahmen *df_cleaned* als Kopie des Datenrahmens *df_combined* erstellt. Der Code

```
df_cleaned$Summe[df_cleaned$Summe == 0] <- NA
```

ersetzt jeden Wert 0 in der Spaltenspalte von *df_cleaned* durch den Wert NA. Mithilfe der Funktion

```
summary(df_combined$Summe)
```

wird die statistische Auswertung der Spaltenspalte von *df_combined* (mit Wert 0) vorgenommen. Der gleiche Befehl wird erneut für die Spaltenspalte von *df_cleaned* (ohne Wert 0) ausgeführt. Die Funktion errechnet Minimalwert, 1. Quartil, Median, arithmetisches Mittel, 3. Quartil und

Maximalwert. Der Modus lässt sich aus dem Histogramm ablesen. Dessen grafische Darstellung erfolgt für *df_cleaned* mit dem Befehl

```
hist(df_cleaned$Summe)
```

Die Funktion *hist* muss für eine genaue und optisch ansprechende Darstellung angepasst werden. Das Histogramm soll über jeder ganzen Zahl in der x-Achse eine Säule mit der Anzahl der Fonds ausgeben, die genau diesen Wert in der Spaltensumme erzielen. Der Maximalwert entspricht somit der Anzahl der Säulen. Um dieses Ergebnis zu erreichen, werden die Grenzen mit dem Befehl *breaks* in der Funktion *hist* definiert. Die Spaltensumme enthält nur ganze Zahlen, weshalb die Grenzen nicht auf ganze Zahlen gesetzt werden dürfen. Es bietet sich an, die Grenzwerte für eine Säule immer bei -0,5 und +0,5 der ganzen Zahl zu setzen. Dafür lässt man die Grenzwerte bei 0,5 starten und beim Maximalwert plus 0,5 enden und definiert die Länge, also die Anzahl der Grenzen, als Maximalwert plus 1. Liegt die Verteilung beispielsweise zwischen einem und fünf Unternehmen pro Fonds, beträgt der Maximalwert fünf und das Histogramm soll fünf Säulen enthalten. Der Befehl zur Definition der Grenzen für dieses Beispiel lautet:

```
breaks = seq(0.5, 5.5, length = 6)
```

Mit weiteren Befehlen werden die Achsen sowie das Histogramm selbst benannt und die Säulen mit Zählern versehen. Die einzelnen Befehle können den R-Skripten für die jeweilige Branche im Anhang entnommen werden.

3. Gruppierung und Analyse der Beteiligungsmuster

a) Beschreibung

Im dritten Schritt werden die Beteiligungsmuster ermittelt und die Auswertungstabelle anhand der Muster gruppiert bzw. zusammengefasst. Das Beteiligungsmuster gibt an, an welchen Unternehmen aus der Branche der Fonds beteiligt ist. Es ist genauer als die im zweiten Schritt ermittelte Summe, die lediglich die Branchenabdeckung angibt. Ein Beispiel zur Verdeutlichung: In einer Branche mit vier Unternehmen halten zwei untersuchte Fonds jeweils zwei Unternehmen und erreichen somit eine fünfzigprozentige Branchenabdeckung. Aus diesem Ergebnis darf jedoch kein gleichartiges Interesse in Bezug auf die Branche gelesen werden. Denn der erste Fonds

könnte die Unternehmen A und B enthalten, während der zweite Fonds an den Unternehmen C und D beteiligt ist. Die Interessen der Fonds laufen sich somit in diesem Beispiel zuwider. Beide Fonds in einer Gruppe abzubilden, wäre unpräzise.

Aus diesem Grund wird für jeden Fonds ein Beteiligungsmuster durch eine Zusammenfassung der jeweiligen Zeile in der Auswertungstabelle erstellt. Das Muster setzt sich aus den Ziffern 0 und 1 zusammen und entspricht in seiner Länge der Anzahl der für Branchenauswertung gesuchten Unternehmen. Im vorgenannten Beispiel wies der erste Fonds ein Beteiligungsmuster 1100 und der zweite Fonds ein Beteiligungsmuster 0011 auf. Dann wird die Auswertungstabelle nach den Beteiligungsmustern gruppiert und eine Spalte „Anzahl Fonds“ angefügt, die die Anzahl der Fonds mit dem gleichen Beteiligungsmuster wiedergibt.

Nicht nur die Anzahl der Fonds mit dem gleichen Beteiligungsmuster ist ein interessanter Wert für die Analyse. Entscheidend ist auch die Größe der Fonds mit dem gleichen Beteiligungsmuster, weil sie größere Anteile an den Unternehmen halten.⁶⁶¹ Um das summierte Fondsvolumen für jedes Beteiligungsmuster zu errechnen, wird der Auswertungstabelle vor der Ermittlung der Beteiligungsmuster eine Spalte mit dem Fondsvolumen des jeweiligen Fonds in Euro angefügt. Im Rahmen der Gruppierung der Beteiligungsmuster werden die Fondsvolumen der Fonds mit dem gleichen Beteiligungsmuster addiert und wie die Anzahl der Fonds mit dem gleichen Beteiligungsmuster in einer zusätzlichen Spalte „Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)“ angegeben.

Das Ergebnis ist eine Tabelle mit drei Spalten für Beteiligungsmuster, summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro) und Anzahl der Fonds. Wie viele Zeilen der Datenrahmen enthält, hängt von der Anzahl der ermittelten Beteiligungsmuster ab. Für die Auswertung wird die Tabelle einmal nach dem Fondsvolumen und einmal nach der Anzahl der Fonds in absteigender Reihenfolge sortiert. Aus den sortierten Tabellen können die beteiligungstärksten und die häufigsten Beteiligungsmuster abgelesen werden.

b) Programmcode

Der Programmcode greift für die Auswertung neben der für die untersuchte Branche im ersten Schritt erstellte Auswertungstabelle auf einen für

661 Einschränkung hierzu Sechstes Kapitel F. II. 3.

den Datensatz allgemeingültigen Vektor mit den Fondsvolumen der ETFs zurück. Daher wird auch die Vorarbeit der Berechnung dieses Vektors dargestellt.

aa) Auswertung

Der im Folgenden beschriebene Programmcode für R ist für jede Branche vervollständigt im Anhang zu finden. Das Arbeitsverzeichnis wird mit dem Befehl *setwd* auf einen Ordner festgelegt, der die in dem ersten Schritt erstellte Auswertungstabelle und den Vektor der Fondsvolumen enthält. Die Pakete *tidyverse* und *dplyr* werden aktiviert.

Die Auswertungstabelle wird mit dem Befehl

```
df_combined <- read.csv2("Branche_Auswertung.csv", row.names = 1)
```

als Datenrahmen *df_combined* eingelesen. Dabei wird festgelegt, dass die erste Zeile mit den ISINs die Namen der Spalten in dem Datenrahmen enthält. Die Text-Datei mit den Fondsvolumen der ETFs des Datensatzes wird mit der Funktion

```
Fondsvolumen_in_Mio <- scan("Vektor_Fondsvolumen_in_Mio.txt", what  
= numeric())
```

als Vektor eingelesen. Die Fondsvolumen sind in Millionen Euro angegeben. Anschließend wird wie im ersten Schritt zur Erstellung der Auswertungstabelle ein Vektor mit dem Namen *ISIN_list* erstellt, die die ISINs der zu suchenden Unternehmen enthält. Die ISINs werden direkt im Code angegeben. Die Auswertungstabelle, die als Datenrahmen *df_combined* eingelesen wurde, wird zunächst mit dem Befehl

```
df_combined$"Fondsvolumen (in Mio. Euro)" <- Fondsvolumen_in_Mio
```

um eine neue Spalte für das Fondsvolumen in Mio. Euro ergänzt. Damit sind alle notwendigen Daten eingelesen und die Auswertungstabelle für die Auswertung modifiziert. Die Gruppierung nach Beteiligungsmuster startet mit der Erstellung eines neuen Datenrahmens *df_pattern*. Mit dem Befehl

```
df_pattern$Muster <- Reduce(function(x, y) paste0(x, df_combined[[y]]),  
ISIN_list, init = "")
```

diesem eine neue Spalte mit dem Namen *Muster* angefügt, die die Werte aus den Spalten der Auswertungstabelle für jede ISIN in der *ISIN_list*

als Zeichenkette (String) zusammenfasst. Die Zeichenkette entspricht dem Beteiligungsmuster. Die Funktion *reduce* kombiniert die Werte aus der *ISIN_list*. Dabei wird der initiale Wert für die Kombination als leerer String festgelegt. Innerhalb der Funktion *reduce* wird die Funktion *paste0* verwendet, um den Wert aus dem Datenrahmen *df_combined* (der Auswertungstabelle) für jedes Element in der *ISIN_list* an den neu geschaffenen String anzuhängen. Die Funktion *paste0* kombiniert die Werte ohne Trennzeichen. Das Ergebnis ist ein Datenrahmen, der die Auswertungstabelle mit zwei zusätzlichen Spalten für Fondsvolumen und Beteiligungsmuster enthält.

Die Gruppierung nach Beteiligungsmuster und Zusammenfassung der Anzahl und der Fondsvolumen erfolgt mit den Funktionen *group_by* und *summarise*. Dafür erstellt der Befehl

```
df_grouped <- group_by(df_pattern, Muster)
```

zunächst einen neuen Datenrahmen *df_grouped*, der nach den Beteiligungsmustern gruppiert ist. Der Befehl

```
df_summary <- summarise(df_grouped, `Summiertes Fondsvolumen (in
Mio. Euro)` = sum(`Fondsvolumen (in Mio. Euro)`, na.rm = TRUE),
`Anzahl Fonds` = n())
```

erstellt wiederum einen neuen Datenrahmen, in dem die Beteiligungsmuster zusammengefasst und das summierte Fondsvolumen sowie die Anzahl der enthaltenen Fonds pro Beteiligungsmuster berechnet werden. Das Ergebnis ist ein Datenrahmen mit drei Spalten für Muster, summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro) und Anzahl der Fonds. Wie viele Zeilen der Datenrahmen enthält, hängt von der Anzahl der ermittelten Beteiligungsmuster ab.

Der Code

```
df_number <- df_summary %>% arrange(desc(`Anzahl Fonds`))
```

erstellt einen neuen Datenrahmen *df_number*, in dem der nach Beteiligungsmustern gruppierte Datenrahmen in absteigender Reihenfolge nach der Anzahl der Fonds sortiert wird. Der Operator *%>%* wendet die Funktion *arrange* auf den Datenrahmen *df_summary* an. Das Argument *desc* in der Funktion *arrange* sorgt für eine absteigende Sortierung. Nach dem gleichen Prinzip erstellt

```
df_size <- df_summary %>% arrange(desc(`Summiertes Fondsvolumen
(in Mio. Euro)`))
```

einen neuen Datenrahmen *df_size*, in dem die Beteiligungsmuster in absteigender Reihenfolge nach dem summierten Fondsvolumen sortiert sind. Die Tabellen werden mit dem Befehl *write.csv2* als CSV-Datei exportiert.

bb) Vorarbeit: Berechnung des Fondsvolumen-Vektors

Das R-Skript für die Berechnung des Fondsvolumen Vektors ist im Anhang zu finden. Da die Beteiligungstabellen des Datensatzes den Marktwert der Positionen in verschiedenen Währungen angeben, wird als Vorarbeit für die Auswertungen ein Vektor errechnet, der die Fondsvolumen aller ETFs des Datensatzes enthält und den Auswertungstabellen als Spalte hinzugefügt werden kann. Die Summe der Marktwerte aller Positionen eines Fonds muss in Euro umgerechnet werden, wenn der Fonds nicht in Euro aufgelegt ist. Aus diesem Grund kann nicht wie bei der Erstellung der Auswertungstabelle mit einer Schleife gearbeitet werden. Der Code muss für jeden der 422 ETFs geschrieben und mit dem historischen Währungskurs als Divisor versehen werden.

Zunächst wird das Arbeitsverzeichnis mit dem Befehl *setwd* auf einen Ordner mit den 422 Bestandslisten des Datensatzes gesetzt. Mit der Funktion *read.csv2* wird jede Bestandsliste einzeln eingelesen und als Datenrahmen mit dem Namen der Bestandsliste (Länderkürzel + Ticker) in der Arbeitsumgebung gespeichert.

Da alle Fondsvolumen in Euro angegeben werden sollen, werden die Umrechnungskurse für die in den Bestandslisten verwendeten Währungen als Variablen mit dem Namen der Währung definiert. Alle US-Fonds sind in US-Dollar aufgelegt und müssen daher umgerechnet werden. Die in Deutschland vertriebenen Fonds sind in verschiedenen Währungen aufgelegt. Neben Euro werden Britische Pfund, Schweizer Franken, Schwedische Kronen und Japanische Yen verwendet. Die Währung der einzelnen Fonds kann dem R-Skript in der Anlage entnommen werden. Zur Umrechnung werden die Referenzkurse der Europäischen Zentralbank vom 10.10.2019 herangezogen. Diese lauten für die benötigten Währungen:

1 EUR = 1,103 USD⁶⁶²
 1 EUR = 0,90155 GBP⁶⁶³
 1 EUR = 1,0948 CHF⁶⁶⁴
 1 EUR = 10,8415 SEK⁶⁶⁵
 1 EUR = 118,52 JPY⁶⁶⁶

Mit dem Befehl

```
Fondsvolumen <- c(round(sum(DE_Ticker$Marktwert, na.rm = TRUE)/
  gbp),
  round(sum(DE_Ticker$Marktwert, na.rm = TRUE)),
  round(sum(US_Ticker$Market.Value, na.rm = TRUE)/usd))
```

wird der Vektor *Fondsvolumen* erstellt (hier verkürzt dargestellt). Dafür errechnet die Funktion *sum* zunächst die Summe aller Werte in der Marktwert- bzw. Market Value-Spalte der jeweiligen Bestandsliste. Das Argument *na.rm = TRUE* bewirkt, dass fehlende Wert ignoriert werden. Falls der Fonds nicht in Euro aufgelegt ist, wird das Ergebnis durch die Variable mit dem passenden Umrechnungskurs geteilt. Das Ergebnis wird auf ganze Zahlen gerundet und dem Vektor *Fondsvolumen* zugewiesen. Dieser Prozess findet 422-mal statt und ergibt einen Vektor mit 422 Werten. Um eine bessere Übersichtlichkeit zu gewährleisten, wird mit dem Befehl

```
Fondsvolumen_in_Mio <- round(Fondsvolumen / 1e6)
```

ein neuer Vektor *Fondsvolumen_in_Mio* erstellt, der das Fondsvolumen in Millionen Euro angibt. Mit der Funktion

```
write(Fondsvolumen_in_Mio, file = "Vektor Fondsvolumen_in_Mio.txt")
```

-
- 662 Historischer Euro-Referenzkurs zum USD vom 10.10.2019, abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-usd.de.html (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).
- 663 Historischer Euro-Referenzkurs zum GBP vom 10.10.2019, abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-gbp.en.html (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).
- 664 Historischer Euro-Referenzkurs zum CHF vom 10.10.2019, abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-chf.en.html (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).
- 665 Historischer Euro-Referenzkurs zur SEK vom 10.10.2019, abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-sek.en.html (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).
- 666 Historischer Euro-Referenzkurs zum JPY vom 10.10.2019, abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-jpy.en.html (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

wird der Vektor als Textdatei exportiert. Die Textdatei kann dann als „Vektor Fondsvolumen_in_Mio.txt“ für die Auswertung im dritten Schritt für alle Branchen verwendet werden.

II. Unterscheidungskriterium Branche

Der Datensatz wird anhand verschiedener Branchen ausgewertet. Eine zentrale Entscheidung ist, welche Unternehmen welcher Branche zugeordnet werden. Die Analyse greift dabei auf Abgrenzungen der Kommission in Fusionskontrollentscheidungen sowie in deren eigener Untersuchung zu indirekten Horizontalverflechtungen zurück. Die Auswahl wird im Folgenden offengelegt.

1. Begründung des Unterscheidungskriteriums

Um das Vorliegen eines Gesamtbrancheninteresses zu ermitteln, müssen Branchen als Unterscheidungskriterium in der Analyse herangezogen werden. Der Datensatz könnte ebenfalls anhand von Märkten im Sinne eines Gesamtmarktinteresses ausgewertet werden. Wie aber bereits im Rahmen der zweiten Grundannahme des Gesamtbrancheninteresses erläutert, ist eine Betrachtung von Branchen geeigneter als eine Betrachtung von Märkten.⁶⁶⁷ Märkte sind zu kleinteilig und werden der Investitionsrealität von horizontal-diversifizierten Großaktionären nicht gerecht. 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.

667 Siehe Fünftes Kapitel B. I.

2. Auswahl der Branchen

a) Orientierung an der Kommission

Alle Wettbewerber in einem Feld zu identifizieren und Branchen genau abzugrenzen, erfordert eine Fülle an Informationen. Es bietet sich daher an, auf die Arbeiten der Kommission zurückzugreifen. Die Kommission hat sich bisher in zwei Fusionskontrollentscheidungen mit indirekten Horizontalverflechtungen beschäftigt. Außerdem veröffentlichte sie durch ihr Joint Research Centre (JRC)⁶⁶⁸ eine Studie, in der mehrere Branchen auf indirekte Horizontalverflechtungen untersucht wurden. An den dort vorgenommen Abgrenzungen und ermittelten Unternehmen orientiert sich die Untersuchung dieser Arbeit.

aa) Fusionskontrollentscheidungen

Betrachtet man die Geschichte der europäischen Fusionskontrollentscheidungen, flossen indirekte Horizontalverflechtungen zwischen den fusionierenden Unternehmen sowie zu Wettbewerbern nur in zwei Fällen in die Entscheidung ein. Dabei handelt es sich um die Fusionskontrollentscheidungen *Dow/DuPont*⁶⁶⁹ und *Bayer/Monsanto*⁶⁷⁰. Beide Fusionen betrafen die Agrarchemiebranche. Das von der Kommission identifizierte Wettbewerbsumfeld betraf dieselben Unternehmen. Die Kommission trug in ihren Entscheidungen Bedenken bezüglich der indirekten Horizontalverflechtungen vor, ohne jedoch ihre Entscheidungen final auf diese zu stützen. Einer der größten horizontal-diversifizierten Großaktionäre der betrachteten Unternehmen ist der Vermögensverwalter BlackRock. Die Agrarchemiebranche mit ihrer auf Ebene der Vermögensverwalter stark ausgeprägten Verflechtung bietet sich daher besonders für eine Betrachtung auf Fondsebene an.

⁶⁶⁸ Das Joint Research Centre (JRC) bzw. die Gemeinsame Forschungsstelle (GFS) ist eine der Generaldirektionen der Europäischen Kommission. Ihr Ziel ist die Gestaltung europäischer Politik durch wissenschaftlich fundierte Studien zu unterstützen, *Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo*, Common Shareholding in Europe, 2020.

⁶⁶⁹ EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*.

⁶⁷⁰ EU KOM, 21.3.2018, M.8084 – *Bayer/Monsanto*.

bb) JRC Technical Report

In ihrem JCR Technical Report mit dem Titel „*Common Shareholding in Europe*“ fokussieren sich *Rosati et al.* auf die fünf Branchen Öl und Gas, Elektrizität, Handelsplattformen, Mobilfunk sowie Getränkeherstellung.⁶⁷¹ Dafür identifizieren sie alle auf dem europäischen Markt tätigen Unternehmen in der jeweiligen Branche. In welchem Land die Unternehmen ihren Firmensitz haben, ist dafür richtigerweise unerheblich. Es ist sogar so, dass ein maßgeblicher Teil der in diesen Branchen tätigen Unternehmen Tochtergesellschaften von außerhalb der EU registrierten Konzernen sind.

Ausgehend von einem Datensatz aller in der EU zwischen 2007 und 2016 geschäftlich aktiven börsennotierten Unternehmen erstellten die Autoren eine erste Auswahl anhand des NACE-Systems⁶⁷² zur Klassifizierung von Wirtschaftszweigen. Unternehmen können mehrere NACE-Codes zur Einordnung ihrer wirtschaftlichen Aktivität angeben. Es war daher in vielen Fällen notwendig, Unternehmen mit passenden NACE-Codes neben dem Kerngeschäft in die Auswahl einzubeziehen, da Großunternehmen in vielen Wirtschaftszweigen tätig sind. Diese Auswahl an börsennotierten Unternehmen wurde sodann um alle relevanten nicht-börsennotierten Marktteilnehmer ergänzt, um eine vollständige Auswahl der in der EU im jeweiligen Sektor aktiven Unternehmen zu erhalten. Bei der Identifizierung der Unternehmen und dem Erstellen der finalen Liste arbeiteten die Autoren mit Spezialisten der Generaldirektion Wettbewerb zusammen.⁶⁷³

Die finalen Listen sind sehr umfangreich und enthalten jeweils eine dreistellige Anzahl an Unternehmen. *Rosati et al.* bestimmen daher auf Grundlage dieser Listen die wichtigsten Marktakteure für jeden untersuchten Sektor. Zur Vereinfachung stützen sich die nachfolgenden Untersuchungen der Sektoren auf die jeweilige Auswahl dieser wichtigsten Marktakteure. Sie bilden jeweils einen Großteil des Sektors ab. Gleichzeitig handelt es sich um die Unternehmen, in die Vermögensverwalter stark investiert haben.⁶⁷⁴

671 *Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo*, *Common Shareholding in Europe*, 2020, S. 65.

672 Zur statistischen Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (NACE) siehe *Eurostat*, NACE Rev. 2, 2008.

673 *Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo*, *Common Shareholding in Europe*, 2020, S. 65.

674 Vgl. *Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo*, *Common Shareholding in Europe*, 2020, S. 68.

b) Ausgewählte Branchen

Um ein möglichst breites Bild über die Beteiligungen und die Interessen im Hinblick auf Branchen zu erhalten, werden alle vorstehend erwähnten Branchen ausgewertet. Mit Ausnahme der beiden Energiebranchen Elektrizität sowie Öl und Gas gibt es kaum Überschneidungen von Unternehmen zwischen den Branchen, weil sie sehr unterschiedliche Geschäftsfelder abdecken. Somit gibt die Analyse einen breiten Einblick in das Wirtschaftsgeschehen.

Die einbezogenen Unternehmen für die Auswertung dieser Branchen werden anhand der Einteilung der Kommission ermittelt und auf einen Stand mit dem Datensatz (Oktober 2019) gebracht. Dabei werden Umbenennungen und Übernahmen berücksichtigt.

E. Analyseergebnisse

I. Agrarchemie

1. Einbezogene Unternehmen

Die Agrarchemiebranche ist im Bereich Pflanzenschutz eine stark konzentrierte Branche mit wenigen, sehr großen und global tätigen Unternehmen. Drei Fusionen bzw. Übernahmen haben in den letzten Jahren zu einer Konsolidierung geführt (Dow/DuPont, Bayer/Monsanto und Syngenta/ChemChina).⁶⁷⁵ Die Kommission zählt in ihrer Fusionskontrollentscheidung *Bayer/Monsanto* die folgenden fünf Unternehmen zu den wichtigsten Marktakteuren der Branche: BASF, Bayer, Syngenta-ChemChina, DowDuPont und FMC.⁶⁷⁶ In zweiter Reihe dahinter stehen das japanische Unternehmen Sumitomo Chemical und das australische Unternehmen Nufarm.⁶⁷⁷ Aus dem fusionierten Chemieunternehmen DowDuPont ist im Jahr 2019 ein neues, eigenständiges Agrarchemieunternehmen mit dem Namen Corteva hervorgegangen, in dem die Agrarchemiesparten von Dow

675 Vgl. EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Rn. 211 ff.; EU KOM, 21.3.2018, M.8084 – *Bayer/Monsanto*, Rn. 171.

676 EU KOM, 21.3.2018, M.8084 – *Bayer/Monsanto*, Rn. 171.

677 EU KOM, 27.3.2017, M.7932 – *Dow/DuPont*, Rn. 220.

und DuPont aufgegangen sind.⁶⁷⁸ Orientiert an der Analyse der Kommission ergeben sich somit sieben Unternehmen als wichtigste Unternehmen der Agrarchemiebranche im Bereich Pflanzenschutz. Diese sind in Tabelle 1 mit ihrer ISIN (falls vorhanden) und dem Land ihres Hauptsitzes aufgezählt.

Tabelle 1: Wichtigste Unternehmen der Agrarchemiebranche

Unternehmen	ISIN	Hauptsitz
BASF	DE000BASF111	Deutschland
Bayer	DE000BAY0017	Deutschland
ChemChina	Nicht börsennotiert	China
Corteva	US22052L1044	USA
FMC	US3024913036	USA
Nufarm	AU000000NUF3	Australien
Sumitomo Chemical	JP3401400001	Japan

2. Statistische Auswertung

a) Branchenabdeckung als Einheit

Die Branche wird durch sieben Unternehmen repräsentiert. Da ein Unternehmen nicht börsennotiert ist, liegt die maximal mögliche Anzahl an Beteiligungen über Aktien erwerben für diese Branche bei sechs Unternehmen. Betrachtet man alle ETFs des Datensatzes, kommen Beteiligungen an allen sechs börsennotierten Unternehmen vor (Tabelle 2). BlackRock als Einheit betrachtet ist somit an sechs der sieben Unternehmen der Branche „beteiligt“. Mit Ausnahme des australischen Unternehmens Nufarm (lediglich sieben Beteiligungen) weisen alle anderen börsennotierten Agrarchemieunternehmen zwischen 39 und 54 Beteiligungen durch die untersuchten ETFs auf (siehe Tabelle 2).

678 *Benny*, DowDuPont completes spin-off of materials science unit, Reuters, 1.4.2019,
abrufbar unter <https://www.reuters.com/article/us-dowdupont-divestiture-idINKCNIRD3BJ> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

Tabelle 2: Anzahl der Beteiligungen an den Agrarchemieunternehmen

Unternehmen	Anzahl Beteiligungen durch ETFs im Datensatz
BASF	54
Bayer	46
ChemChina	Nicht börsennotiert
Corteva	40
FMC	43
Nufarm	7
Sumitomo Chemical	39

b) Verteilung der Branchenabdeckung

Betrachtet man die Portfolios der 422 ETFs des gesamten Datensatzes auf Fondsebene, ergibt sich ein Minimalwert von null Beteiligungen und ein Maximalwert von fünf Beteiligungen in der Agrarchemiebranche. Der Modus liegt bei null Beteiligungen. Die meisten ETFs des Datensatzes halten somit keine Beteiligungen in der Agrarchemiebranche. Das arithmetische Mittel beträgt 0,543 Beteiligungen, der Median null Beteiligungen. Das untere Quartil liegt ebenfalls bei null. Das obere Quartil beginnt bei einer Beteiligung. Es handelt sich um eine stark rechtsschiefe Verteilung. Es wurden also besonders viele Werte am linken Rand der Verteilung beobachtet und die Anzahl der Beobachtungen fällt zum rechten Rand hin ab. Mit anderen Worten ballen sich die für jeden ETF ermittelten Werte bei niedrigen Beteiligungen.

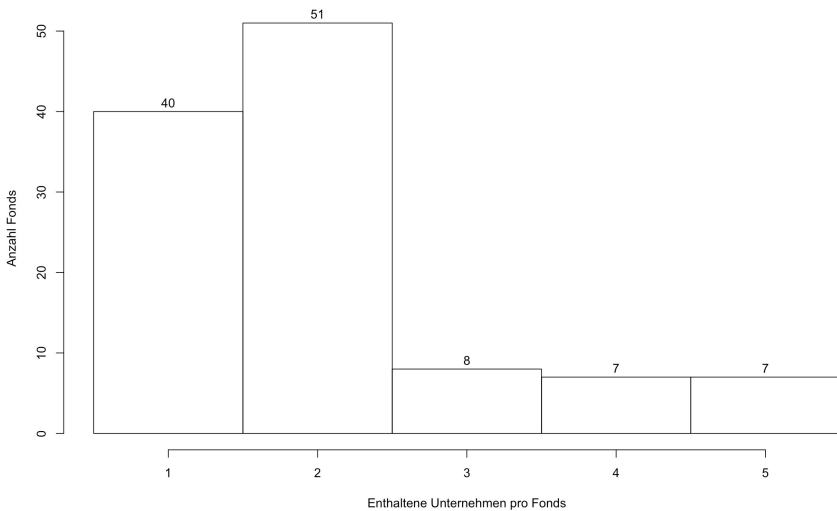
Tabelle 3: Statistische Auswertung der Verteilung in der Agrarchemiebranche

	Minimum	1. Quartil	Median	Arithmeti- sches Mittel	3. Quartil	Maximum	Modus	Neutrale Fonds
Gesamter Datensatz	0	0	0	0,543	1	5	0	-
Datensatz ohne neutra- le Fonds	1	1	2	2,027	2	5	2	309

Betrachtet man lediglich die ETFs des Datensatzes, die Beteiligungen in der Agrarchemiebranche aufweisen, ändern sich durch den Wegfall von 309 neutralen ETFs die statistischen Maßzahlen. Der Minimalwert liegt dann bei einer Beteiligung; der Maximalwert bleibt bei fünf Beteiligungen. Der Modus entspricht zwei Beteiligungen. Das arithmetische Mittel steigt auf

2,027 Beteiligungen. Der Median liegt bei zwei Beteiligungen. Das untere Quartil beläuft sich auf eine Beteiligung, das obere auf zwei Beteiligungen. Es bleibt bei einer rechtsschiefen Verteilung, auch wenn diese nicht so stark ausgeprägt ist wie bei Betrachtung des gesamten Datensatzes. Das Histogramm in Abbildung 15 stellt diese grafisch dar. Auffällig ist, dass eine und zwei Beteiligungen mit Abstand am häufigsten bei den untersuchten ETFs vorkommen. 40 ETFs weisen eine Beteiligung und 51 ETFs zwei Beteiligungen auf. Das ermittelte Maximum von fünf Beteiligungen wird lediglich von sieben ETFs erreicht.

Abbildung 15: Histogramm der Verteilung in der Agrarchemiebranche



c) Beteiligungsmuster

Die ETFs weisen 21 verschiedene Beteiligungsmuster auf.⁶⁷⁹ Das Beteiligungsmuster setzt sich aus sechs Stellen zusammen, die die börsennotierten Unternehmen in alphabetischer Reihenfolge, wie in Tabelle 2 dargestellt, repräsentieren. Wie sich bereits aus dem ermittelten Modus der Branchenabdeckung für den gesamten Datensatz ablesen lässt, ist das häufigste

679 Vgl. für die Zahlen im Folgenden die vollständigen Auswertungstabellen im Anhang B. I.

Beteiligungsmuster das neutrale Muster ohne jegliche Beteiligung in der Branche (000000). 309 ETFs mit einem summierten Fondsvolumen von 605,7 Milliarden Euro weisen dieses Beteiligungsmuster auf. Sie stehen für 73 Prozent der untersuchten ETFs und 48 Prozent ihres summierten Fondsvolumens.⁶⁸⁰ Eine Totalabdeckung der börsennotierten Unternehmen der Branche (Beteiligungsmuster: 111111) kommt nicht vor. Das ergibt sich ebenfalls aus dem ermittelten Maximum der Branchenabdeckung von fünf Beteiligungen.⁶⁸¹ Die Maximalabdeckung in der Agrarchemiebranche wird von Beteiligungsmustern mit fünf Beteiligungen erreicht. Die geringste Branchenabdeckung weisen Beteiligungsmuster mit lediglich einer Beteiligung auf. Bei einem sechsstelligen Muster ergeben sich sechs mögliche Beteiligungsmuster für die Minimalabdeckung.

Betrachtet man die nach ihrer Anzahl zehn häufigsten Beteiligungsmuster ohne das neutrale Beteiligungsmuster (Tabelle 4)⁶⁸², fällt auf, dass darunter fünf der sechs möglichen Beteiligungsmuster der Minimalabdeckung zu finden sind. Die Maximalabdeckung mit fünf Beteiligungen erscheint nur einmal in den zehn häufigsten Beteiligungsmustern. Dazu ist allerdings anzumerken, dass es sich bei diesem Beteiligungsmuster um das einzige mit fünf Beteiligungen handelt. Das ergibt sich aus der Gesamtzahl der ermittelten ETFs mit fünf Beteiligungen (sieben) und der Häufigkeit dieses Beteiligungsmusters (ebenfalls sieben). Die vier häufigsten Beteiligungsmuster enthalten nicht mehr als zwei Beteiligungen. Außerdem gibt es keine Überschneidungen zwischen den Beteiligungen der drei häufigsten Beteiligungsmuster.

680 Das gesamte Fondsvolumen der 422 untersuchten ETFs beträgt 1.249.608 Mio. Euro.

681 Siehe Sechstes Kapitel E. I. 2. b).

682 Vgl. für die vollständige Auflistung aller Beteiligungsmuster sortiert nach ihrer Anzahl Anhang B. I. 1.

Tabelle 4: Die zehn häufigsten Beteiligungsmuster in der Agrarchemiebranche nach Anzahl

Beteiligungsmuster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
110000	24	53.666
001100	22	345.856
000001	16	19.706
100000	8	2.437
111101	7	35.753
000100	6	28.288
110001	5	62.250
001000	4	4.026
010000	4	5.027
101101	4	386

Sortiert nach dem summierten Fondsvolumen ändert sich die Reihenfolge der Beteiligungsmuster (Tabelle 5)⁶⁸³. Lässt man das neutrale Beteiligungsmuster außer Acht, handelt es sich bei dem mit Abstand gewichtigsten Beteiligungsmuster um ein Muster mit lediglich zwei Beteiligungen. Es nimmt 27,7 Prozent des untersuchten Fondsvolumens ein. Alle anderen Beteiligungsmuster kommen nicht über 6 Prozent des untersuchten Fondsvolumens hinaus. Unter den zehn Beteiligungsmustern mit dem größten summierten Fondsvolumen ist zwar ebenfalls fünfmal die Minimalabdeckung zu finden, allerdings nur auf den Plätzen sechs bis zehn und mit Anteilen von maximal 2,3 Prozent. Davor reiht sich das Beteiligungsmuster der Maximalabdeckung von fünf Beteiligungen ein. Es steht aber ebenfalls mit knapp 3 Prozent nur für einen sehr kleinen Anteil am gesamten untersuchten Fondsvolumen. Auffällig ist, dass es keine Überschneidung bei den Beteiligungen der zwei gewichtigsten Beteiligungsmuster gibt.

683 Vgl. für die vollständige Auflistung aller Beteiligungsmuster sortiert nach ihrem summierten Fondsvolumen Anhang B. I. 2.

Tabelle 5: Die zehn Beteiligungsmuster in der Agrarchemiebranche mit dem größten summiertem Fondsvolumen

Beteiligungsmuster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuchten Fondsvolumen
001100	345.856	27,68%
110011	72.797	5,83%
110001	62.250	4,98%
110000	53.666	4,29%
111101	35.753	2,86%
000100	28.288	2,26%
000001	19.706	1,58%
000010	9.038	0,72%
010000	5.027	0,40%
001000	4.026	0,32%

3. Einordnung der Ergebnisse

Von einem Gesamtbrancheninteresse kann in der Agrarchemiebranche auf der Ebene der untersuchten ETFs von BlackRock keine Rede sein. Die Branchenabdeckung auf Fondsebene ist gering ausgeprägt und es bestehen deutliche Interessenkonflikte zwischen den Fonds.

Nicht ein ETF weist die gleiche Branchenabdeckung wie BlackRock als Einheit auf. Während BlackRock als Einheit auf sechs Beteiligungen in der Agrarchemiebranche kommt, sind es auf Fondsebene maximal fünf. Diesen Wert weisen lediglich sieben der 422 ETFs auf, die gemeinsam nur knapp drei Prozent des gesamten untersuchten Fondsvolumens ausmachen. Die weit überwiegende Mehrheit der nicht interessenneutralen ETFs hält eine oder zwei Beteiligungen in der untersuchten Branche. Sie haben also entweder ein Interesse am Gewinn eines Unternehmens auf Kosten der anderen Unternehmen durch Wettbewerb oder zumindest nur an dem Zusammenwirken von zwei Unternehmen. Weniger als ein Viertel der nicht interessenneutralen ETFs weist überhaupt Beteiligungen an mehr als zwei Unternehmen in der untersuchten Branche auf.

Im Hinblick auf mögliche wettbewerbsbeschränkende Interessen treten deutliche Interessenkonflikte zwischen den ETFs hervor. So zeigt sich an den Beteiligungsmustern, dass die nach Anzahl drei häufigsten und nach summierten Fondsvolumen zwei gewichtigsten Beteiligungsmuster keiner-

lei Überschneidungen in ihren Beteiligungen aufweisen. Ihre Interessen laufen sich somit zuwider. Die Fonds des häufigsten Beteiligungsmusters sind ausschließlich an BASF und Bayer beteiligt, während die Fonds des zweithäufigsten Musters ausschließlich Anteile an Corteva und FMC und die Fonds des dritthäufigsten Musters ausschließlich Anteile an Sumitomo Chemical halten. Anreize für eine koordinierte Einflussnahme auf die Portfoliounternehmen bestehen daher nur zwischen den Fonds des jeweiligen Beteiligungsmusters (z. B. nur in Bezug auf BASF und Bayer), nicht aber zwischen den Fonds aller drei häufigsten Beteiligungsmuster (in Bezug auf alle fünf genannten Unternehmen). Unabhängig von der Sortierung nach Häufigkeit oder summiertem Fondsvolumen sind die Hälfte der zehn bedeutendsten Beteiligungsmuster solche mit einem Einzelinteresse in der Branche. Zum Gesamtbild gehört aber auch, dass die fünf Beteiligungsmuster mit dem größten summierten Fondsvolumen trotz Interessenkonflikten untereinander ein Interesse an einem Teil der Branche und nicht nur an einem Unternehmen aufweisen. Angesichts des Ziels der Diversifikation von Investmentfonds dürfen Mehrfachbeteiligungen in einer Branche aber nicht überraschen. Insgesamt zeigt sich in der Agrarchemiebranche eine geringe Branchenabdeckung auf Fondsebene und ein diffuses Bild an Interessen, aus dem Interessenkonflikte zwischen den Fonds resultieren.

II. Öl und Gas

1. Einbezogene Unternehmen

In der Öl- und Gasbranche sind 153 Unternehmen in der EU tätig.⁶⁸⁴ Zur Vereinfachung werden nicht alle 153 Unternehmen in die Analyse einbezogen, sondern nur die 20 Unternehmen, die im JRC Technical Report als die wichtigsten Marktakteure der Öl- und Gasbranche identifiziert werden. Sie bilden einen Großteil der Branche ab. Gleichzeitig handelt es sich um die Unternehmen, in die Vermögensverwalter stark investiert haben.⁶⁸⁵ Das Kriterium für die Auswahl bildete das Gesamtkapital („Total Assets“) im Jahr 2016. Die nach Gesamtkapital zehn größten in der EU registrierten

684 Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 66, 305 f.

685 Vgl. Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 68.

und zehn größten außerhalb der EU registrierten Unternehmen bilden die grundlegende Liste der zu untersuchenden Unternehmen.⁶⁸⁶ Durch den Brexit und die ausschließliche Verlegung des Hauptsitzes von Shell nach London sind nach aktueller Betrachtung aufgrund des Wegfalls von BP und Shell nur noch acht Unternehmen in der EU registriert. Mehrere Unternehmen treten mittlerweile nicht mehr unter dem gleichen Namen auf. Das spanische Unternehmen Gas Natural gab sich im Jahr 2018 einen neuen Namen und firmiert seitdem unter dem Namen Naturgy.⁶⁸⁷ Auch das norwegische Unternehmen Statoil benannte sich im Jahr 2018 in Equinor um.⁶⁸⁸ TransCanada heißt seit 2019 TC Energy.⁶⁸⁹ Die auf diese Weise identifizierten 20 wichtigsten Unternehmen des Öl- und Gas-Sektors sind in Tabelle 6 mit ihrer ISIN (falls vorhanden) und dem Land ihres Hauptsitzes aufgeführt.

Tabelle 6: Wichtigste Unternehmen der Öl- und Gasbranche

Unternehmen	ISIN	Hauptsitz
BP	GB0007980591	Großbritannien
Centrica	GB00B033F229	Großbritannien
Chevron	US1667641005	USA
ConocoPhillips	US20825C1045	USA
Energy Transfer	US29273V1008	USA
Engie	FR0010208488	Frankreich
Eni	IT0003132476	Italien
Equinor (bis 2018 Statoil)	NO0010096985	Norwegen
Exxon Mobil	US30231G1022	USA
Gazprom	RU0007661625	Russland
Hera	IT0001250932	Italien
Kinder Morgan	US49456B1017	USA

686 Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 68.

687 Naturgy, Pressemitteilung vom 27.6.2018, abrufbar unter <https://www.naturgy.com/en/press-release/naturgy-to-replace-gas-natural-fenosa-as-the-energy-companys-br-and-to-face-new-challenges/> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

688 Equinor, Pressemitteilung vom 15.3.2018, <https://www.equinor.com/news/archive/15mar2018-statoil> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

689 Williams, Pipeline company TransCanada changes name to TC Energy, Reuters, 3.5.2019, abrufbar unter <https://www.reuters.com/article/us-transcanada-results-idUSKCNIS91IH> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

Unternehmen	ISIN	Hauptsitz
Naturgy (bis 2018 Gas Natural)	ES0116870314	Spanien
OMV	AT0000743059	Österreich
Petroleos de Venezuela	Nicht börsennotiert	Venezuela
Repsol	ES0173516115	Spanien
Rosneft	RU000A0J2Q06	Russland
Royal Dutch Shell	GB00B03MLX29	Großbritannien
TC Energy (bis 2019 TransCanada)	CA87807B1076	Canada
Total	FR0000120271	Frankreich

2. Statistische Analyse

a) Branchenabdeckung als Einheit

Die Branche wird durch 20 Unternehmen repräsentiert. Da ein Unternehmen nicht börsennotiert ist, liegt die maximal mögliche Anzahl an Beteiligungen für diese Branche bei 19 Unternehmen. Betrachtet man alle ETFs des Datensatzes, kommen Beteiligungen an 18 der 19 börsennotierten Unternehmen vor (Tabelle 7). Das US-amerikanische Unternehmen Energy Transfer weist keine Beteiligung auf. BlackRock als Einheit betrachtet ist somit an 18 der 20 Unternehmen der Branche „beteiligt“. Die Anzahl der Beteiligungen liegt für die meisten Unternehmen zwischen 40 und 60. Lediglich die russischen Unternehmen Gazprom und Rosneft erscheinen mit einer Anzahl von 17 bzw. 14 seltener in den Fondsportfolios des Datensatzes. Gleiches gilt mit 16 Beteiligungen auch für das italienische Unternehmen Hera. Im Gegensatz zu den teilstaatlichen russischen Unternehmen liegt dies aber nicht an Besonderheiten des Kapitalmarkts, sondern an der vergleichbar geringen Größe des Unternehmens.

Tabelle 7: Anzahl der Beteiligungen an den Öl- und Gasunternehmen

Unternehmen	Anzahl Beteiligungen im Datensatz
BP	47
Centrica	42
Chevron	57
ConocoPhillips	49
Energy Transfer	0
Engie	52
Eni	55
Euqinor (bis 2018 Statoil)	41
Exxon Mobil	58
Gazprom	17
Hera	16
Kinder Morgan	45
Naturgy (bis 2018 Gas Natural)	46
OMV	54
Petroleos de Venezuela	Nicht börsennotiert
Repsol	51
Rosneft	14
Royal Dutch Shell	43
TC Energy (bis 2019 TransCanada)	26
Total	70

b) Verteilung der Branchenabdeckung

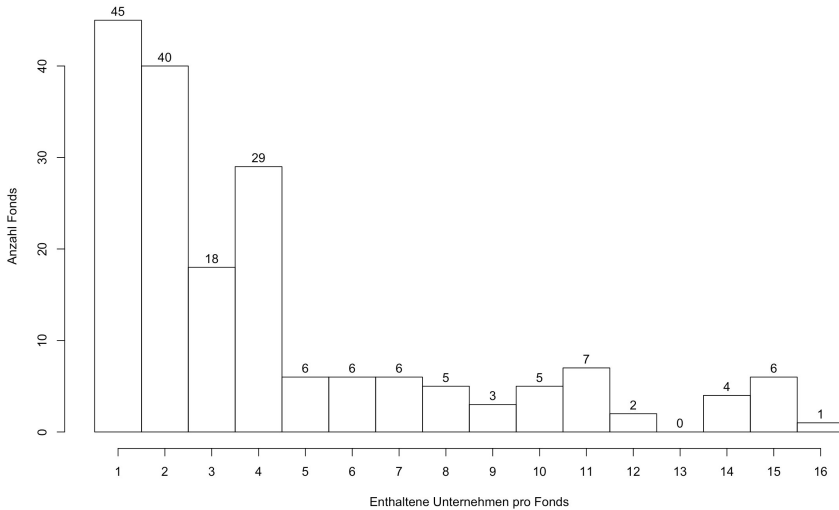
Betrachtet man die Portfolios der 422 ETFs des gesamten Datensatzes auf Fondsebene, ergibt sich ein Minimalwert von null Beteiligungen und ein Maximalwert von 16 Beteiligungen in der Öl- und Gasbranche. Der Modus liegt bei null Beteiligungen. Die meisten ETFs des Datensatzes halten somit keine Beteiligungen in der Branche. Das arithmetische Mittel beträgt 1,855 Beteiligungen, der Median zeigt null Beteiligungen. Das untere Quartil liegt ebenfalls bei null. Das obere Quartil beginnt bei zwei Beteiligungen. Es handelt sich um eine stark rechtsschiefe Verteilung.

Tabelle 8: Statistische Auswertung der Verteilung in der Öl- und Gasbranche

	Minimum	1. Quartil	Median	Arithmeti- sches Mittel	3. Quartil	Maximum	Modus	Neutrale Fonds
Gesamter Datensatz	0	0	0	1,855	2	16	0	-
Datensatz ohne neutra- le Fonds	1	2	3	4,279	5	16	1	239

Betrachtet man lediglich die ETFs des Datensatzes, die Beteiligungen in der Öl- und Gasbranche aufweisen, ändern sich durch den Wegfall von 239 neutralen ETFs die statistischen Maßzahlen. Der Minimalwert liegt dann bei einer Beteiligung; der Maximalwert bleibt bei 16 Beteiligungen. Der Modus entspricht einer Beteiligung. Das arithmetische Mittel steigt auf 4,279 Beteiligungen. Der Median liegt bei drei Beteiligungen. Das untere Quartil beläuft sich auf zwei Beteiligungen, das obere auf fünf Beteiligungen. Es bleibt bei einer rechtsschiefen Verteilung, auch wenn diese durch den Wegfall des mit Abstand häufigsten Messwerts von null Beteiligungen nicht so stark ausgeprägt ist wie bei Betrachtung des gesamten Datensatzes. Das Histogramm in Abbildung 16 stellt diese grafisch dar. Auffällig ist, dass eine bis vier Beteiligungen mit Abstand am häufigsten bei den untersuchten ETFs vorkommen. 45 ETFs weisen eine Beteiligung und 40 ETFs zwei Beteiligungen auf, gefolgt von 29 ETFs mit vier Beteiligungen und 18 ETFs mit drei Beteiligungen. Das ermittelte Maximum von 16 Beteiligungen wird lediglich von einem ETF erreicht. Messwerte von 14 und 15 Beteiligungen erzielen nur vier bzw. sechs ETFs des Datensatzes.

Abbildung 16: Histogramm der Verteilung in der Öl- und Gasbranche



c) Beteiligungsmuster

Die ETFs weisen 82 verschiedene Beteiligungsmuster auf.⁶⁹⁰ Das Beteiligungsmuster setzt sich aus 19 Stellen zusammen, die die börsennotierten Unternehmen in alphabetischer Reihenfolge, wie in Tabelle 7 dargestellt, repräsentieren. Wie sich bereits aus dem ermittelten Modus der Branchenabdeckung für den gesamten Datensatz ablesen lässt, ist das häufigste Beteiligungsmuster das neutrale Muster ohne jegliche Beteiligung in der Branche (00000000000000000000). 239 ETFs mit einem summierten Fondsvolumen von 416,3 Milliarden Euro weisen dieses Beteiligungsmuster auf. Sie stehen für 57 Prozent der untersuchten ETFs und 33 Prozent ihres summierten Fondsvolumens.⁶⁹¹ Eine Totalabdeckung der börsennotierten Unternehmen der Branche (Beteiligungsmuster: 111111111111111111) kommt nicht vor. Das ergibt sich ebenfalls aus dem ermittelten Maximum der Branchenabdeckung von 16 Beteiligungen.⁶⁹² Die Maximalabdeckung in der Öl- und Gasbranche wird von einem Beteiligungsmuster mit 16 Betei-

690 Vgl. für die Zahlen im Folgenden die vollständigen Auswertungstabellen im Anhang B. II.

691 Das gesamte Fondsvolumen der 422 untersuchten ETFs beträgt 1.249.608 Mio. Euro.

692 Siehe Sechstes Kapitel E. II. 2. b).

lungen erreicht. Die geringste Branchenabdeckung weisen Beteiligungsmuster mit lediglich einer Beteiligung auf. Bei einem neunzehnstelligen Muster ergeben sich 19 mögliche Beteiligungsmuster für die Minimalabdeckung.

Betrachtet man die nach ihrer Anzahl zehn häufigsten Beteiligungsmuster ohne das neutrale Beteiligungsmuster (Tabelle 9)⁶⁹³, fällt auf, dass darunter sechs Beteiligungsmuster mit Minimalabdeckung zu finden sind. Die Maximalabdeckung mit 16 Beteiligungen erscheint nicht in den zehn häufigsten Beteiligungsmustern. Die größte Branchenabdeckung unter diesen Beteiligungsmustern erreicht ein Muster mit 8 Beteiligungen, das von fünf ETFs geteilt wird. Die vier häufigsten Beteiligungsmuster enthalten nicht mehr als vier Beteiligungen. Außerdem gibt es keine Überschneidungen zwischen den Beteiligungen der beiden häufigsten Beteiligungsmuster.

Tabelle 9: Die zehn häufigsten Beteiligungsmuster in der Öl- und Gasbranche nach Anzahl

Beteiligungsmuster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
00110000100100000000	21	302.953
0000000001000001000	10	88.439
00100000100000000000	8	63.451
00000000001000000000	7	11.569
00000000000000000001	5	3296
0000011000001110001	5	8205
00010000000000000000	5	3798
00100000000000000000	5	12.669
1100011100001110000	5	66.012
00000000010000000000	4	220

Sortiert nach dem summierten Fondsvolumen ändert sich die Reihenfolge der Beteiligungsmuster (Tabelle 10)⁶⁹⁴. Lässt man das neutrale Beteiligungsmuster außer Acht, handelt es sich bei dem mit Abstand gewichtigsten Beteiligungsmuster um ein Muster mit vier Beteiligungen. Es nimmt 24,2 Prozent des untersuchten Fondsvolumens ein. Alle anderen Beteiligungs-

693 Vgl. für die vollständige Auflistung aller Beteiligungsmuster sortiert nach ihrer Anzahl Anhang B. II. 1.

694 Vgl. für die vollständige Auflistung aller Beteiligungsmuster sortiert nach ihrem summierten Fondsvolumen Anhang B. II. 2.

muster kommen nicht über 7,1 Prozent des untersuchten Fondsvolumens hinaus. Deutlich unterscheidet sich in dieser Sortierung das Vorkommen der Minimalabdeckung. Unter den zehn Beteiligungsmustern mit dem größten summierten Fondsvolumen ist die Minimalabdeckung mit einer Beteiligung in der Branche nicht mehr zu finden. Die geringste Abdeckung in den zehn gewichtigsten Beteiligungsmustern weisen zwei Muster mit je zwei Beteiligungen auf. Dazu gehört jedoch auch das Muster an der zweiten Stelle mit 7,1 Prozent des untersuchten Fondsvolumens. Auffällig ist, dass es keine Überschneidung bei den Beteiligungen der drei gewichtigsten Beteiligungsmuster gibt. Die Beteiligungsmuster auf den Plätzen 3 und 4 sind aber nahezu identisch und weisen acht gleiche Beteiligungen auf. Fasst man die beiden zusammen, erreichen sie einen Anteil von etwa 10,5 Prozent am untersuchten Fondsvolumen.

Tabelle 10: Die zehn Beteiligungsmuster in der Öl- und Gasbranche mit dem größten summierten Fondsvolumen

Beteiligungsmuster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuchten Fondsvolumen
0011000010010000000	302.953	24,24%
0000000001000001000	88.439	7,08%
1100011100101110000	66.643	5,33%
1100011100001110000	66.012	5,28%
0010000010000000000	63.451	5,08%
0001000010000000000	27.541	2,20%
1111011110011110000	25.222	2,02%
0010000010010000000	19.557	1,57%
1100011101101110000	14.632	1,17%
0000011000000000001	14.553	1,16%

3. Einordnung der Ergebnisse

Ein Gesamtbrancheninteresse lässt sich in der Öl- und Gasbranche auf der Ebene der untersuchten ETFs von BlackRock nicht beobachten. Die Branchenabdeckung ist auf Fondsebene gering ausgeprägt und es bestehen deutliche Interessenkonflikte zwischen den Fonds.

Nicht ein ETF weist die gleiche Branchenabdeckung wie BlackRock als Einheit auf. Während BlackRock als Einheit auf 18 Beteiligungen in der

Öl- und Gasbranche kommt, sind es auf Fondsebene maximal 16. Diesen Wert weist lediglich einer der 422 ETFs auf. Die Minimalabdeckung von einer Beteiligung ist der am häufigsten in den nicht interessenneutralen ETF-Portfolios beobachtete Wert. Weniger als ein Viertel der nicht interessenneutralen ETFs weist überhaupt Beteiligungen an mehr als fünf Unternehmen in der untersuchten Branche auf. Die weit überwiegende Mehrheit hält bis zu vier Beteiligungen. Diese ETFs haben also entweder ein Interesse am Gewinn eines Unternehmens auf Kosten der anderen Unternehmen durch Wettbewerb oder zumindest nur an dem Zusammenwirken von maximal vier der 20 Unternehmen umfassenden Branche.

Im Hinblick auf mögliche wettbewerbsbeschränkende Interessen treten deutliche Interessenkonflikte zwischen den ETFs hervor. So zeigt sich an den Beteiligungsmustern, dass die nach Anzahl beiden häufigsten und nach summierten Fondsvolumen sogar drei gewichtigsten Beteiligungsmuster keinerlei Überschneidungen in ihren Beteiligungen aufweisen. Ihre Interessen laufen somit zuwider. Sie stehen mit 24,2 Prozent, 7,1 Prozent und 5,3 Prozent für große Anteile am untersuchten Fondsvolumen, bei denen keinerlei Gleichlauf der Interessen zu erkennen ist. Interessant ist, dass bei einer Sortierung nach Häufigkeit sechs der zehn bedeutendsten Beteiligungsmuster solche mit einem Einzelinteresse in der Branche sind, während die Minimalabdeckung bei einer Sortierung nach dem summierten Fondsvolumen nicht mehr innerhalb der zehn gewichtigsten Beteiligungsmuster erscheint. Weitgehende Überschneidungen zwischen den Beteiligungsmustern bestehen nur zu dem Beteiligungsmuster mit zwölf Beteiligungen. Die anderen Beteiligungsmuster unterscheiden sich mit Ausnahme der bereits oben erwähnten Plätze 3 und 4 nach summierten Fondsvolumen deutlich. Zum Gesamtbild gehört aber auch in der Öl- und Gasbranche, dass die Beteiligungsmuster mit dem größten summierten Fondsvolumen trotz Interessenkonflikten untereinander ein Interesse an einem Teil der Branche und nicht nur an einem Unternehmen aufweisen. Angesichts des Ziels der Diversifikation von Investmentfonds dürfen Mehrfachbeteiligungen in einer Branche aber nicht überraschen. Insgesamt zeigt sich eine geringe Branchenabdeckung und ein diffuses Bild an Interessen, aus dem Interessenkonflikte zwischen den Fonds resultieren.

III. Elektrizität

1. Einbezogene Unternehmen

In der Elektrizitätsbranche sind 369 Unternehmen in der EU tätig.⁶⁹⁵ Zur Vereinfachung werden nicht alle 396 Unternehmen in die Analyse einbezogen, sondern nur die 20 Unternehmen, die im JRC Technical Report als die wichtigsten Marktakteure der Elektrizitätsbranche identifiziert werden. Sie bilden einen Großteil der Branche ab. Gleichzeitig handelt es sich um die Unternehmen, in die Vermögensverwalter stark investiert haben.⁶⁹⁶ Das Kriterium für die Auswahl bildete das Gesamtkapital („*Total Assets*“) im Jahr 2016. Die nach Gesamtkapital zehn größten in der EU registrierten und zehn größten außerhalb der EU registrierten Unternehmen bilden die grundlegende Liste der zu untersuchenden Unternehmen.⁶⁹⁷ Aufgrund des Brexits überwiegen auch in dieser Auswahl die außereuropäischen Unternehmen nach aktueller Betrachtung, da mit SSE noch ein britisches Unternehmen zu den in der EU registrierten Unternehmen gezählt wurde. Electrabel ist als Tochterunternehmen von Engie bereits in der Liste enthalten und wird nicht als eigenständiges Unternehmen ausgewiesen, sodass 19 Unternehmen als wichtigste Marktakteure der Elektrizitätsbranche verbleiben. Diese 19 ausgewählten Unternehmen sind in Tabelle 11 mit ihrer ISIN (falls vorhanden) und dem Land ihres Hauptsitzes aufgeführt.

695 Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 77, 306.

696 Vgl. Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 78.

697 Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 78.

Tabelle 11: Wichtigste Unternehmen der Elektrizitätsbranche

Unternehmen	ISIN	Hauptsitz
American Electric Power	US0255371017	USA
Centrais Eletricas Brasileiras (Eletrobras)	BRELETACNOR6	Brasilien
China Huadian	Nicht börsennotiert	China
Duke Energy	US26441C2044	USA
E.ON	DE000ENAG999	Deutschland
Edison International	US2810201077	USA
Electricite de France	FR0010242511	Frankreich
EnBW	DE0005220008	Deutschland
Enel	IT0003128367	Italien
Engie	FR0010208488	Frankreich
Entergy	US29364G1031	USA
Exelon	US30161N1019	USA
Iberdrola	ES0144580Y14	Spanien
Kansai	JP3228600007	Japan
Korea Electric Power	KR7015760002	Korea
RWE	DE0007037129	Deutschland
SSE	GB0007908733	UK
Tokyo Electric Power (Tepco)	JP3585800000	Japan
Vattenfall	Nicht börsennotiert	Schweden

2. Statistische Analyse

a) Branchenabdeckung als Einheit

Die Branche wird durch 19 Unternehmen repräsentiert. Da zwei Unternehmen nicht börsennotiert sind, liegt die maximal mögliche Anzahl an Beteiligungen für diese Branche bei 17 Unternehmen. Betrachtet man alle ETFs des Datensatzes kommen Beteiligungen an 16 der 17 börsennotierten Unternehmen vor (Tabelle 12). Das deutsche Unternehmen EnBW ist in keinem Portfolio enthalten. BlackRock als Einheit betrachtet ist somit an 16 der 19 Unternehmen der Elektrizitätsbranche „beteiligt“. Die Anzahl der Beteiligungen liegt für die meisten Unternehmen zwischen 40 und 60.

Lediglich asiatische Unternehmen und Unternehmen aus Schwellenländern erscheinen seltener in den Fondsportfolios des Datensatzes.

Tabelle 12: Anzahl der Beteiligungen an den Elektrizitätsunternehmen

Unternehmen	Anzahl Beteiligungen im Datensatz
American Electric Power	50
Centrais Eletricas Brasileiras (Eletrobras)	16
China Huadian	Nicht börsennotiert
Duke Energy	46
E.ON	47
Edison International	48
Electricite de France	44
EnBW	0
Enel	52
Engie	52
Entergy	43
Exelon	55
Iberdrola	56
Kansai	30
Korea Electric Power	21
RWE	44
SSE	46
Tokyo Electric Power (Tepco)	33
Vattenfall	Nicht börsennotiert

b) Verteilung der Branchenabdeckung

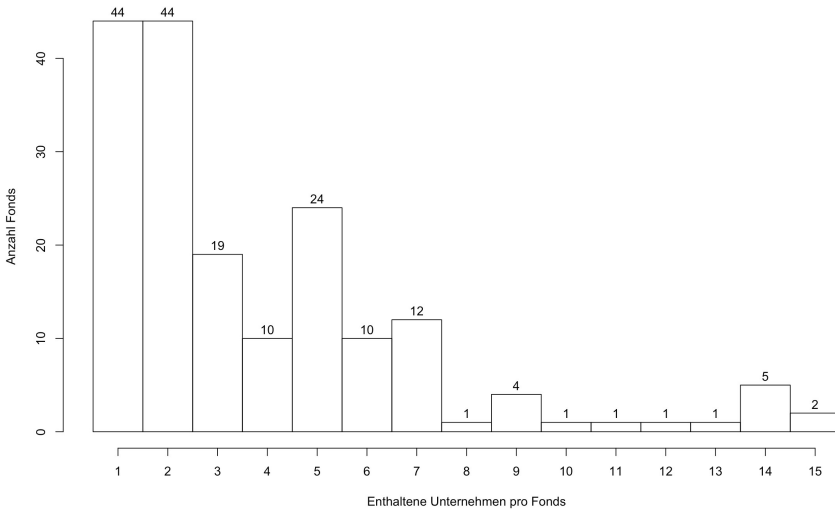
Betrachtet man die Portfolios der 422 ETFs des gesamten Datensatzes auf Fondsebene, ergibt sich ein Minimalwert von null Beteiligungen und ein Maximalwert von 15 Beteiligungen in der Elektrizitätsbranche. Der Modus liegt bei null Beteiligungen. Die meisten ETFs des Datensatzes halten somit keine Beteiligungen in der Branche. Das arithmetische Mittel beträgt 1,618 Beteiligungen, der Median null Beteiligungen. Das untere Quartil liegt ebenfalls bei null. Das obere Quartil beginnt bei zwei Beteiligungen. Es handelt sich um eine stark rechtsschiefe Verteilung.

Tabelle 13: Statistische Auswertung der Verteilung in der Elektrizitätsbranche

	Minimum	1. Quartil	Median	Arithmeti- sches Mittel	3. Quartil	Maximum	Modus	Neutrale Fonds
Gesamter Datensatz	0	0	0	1,618	2	15	0	-
Datensatz ohne neutra- le Fonds	1	2	3	3,816	5	15	1,5	243

Betrachtet man lediglich die ETFs des Datensatzes, die Beteiligungen in der Elektrizitätsbranche aufweisen, ändern sich durch den Wegfall von 243 neutralen ETFs die statistischen Maßzahlen. Der Minimalwert liegt dann bei einer Beteiligung; der Maximalwert bleibt bei 15 Beteiligungen. Der Modus entspricht 1,5 Beteiligungen, da sowohl eine als auch zwei Beteiligungen 44-mal beobachtet wurden. Das arithmetische Mittel steigt auf 3,816 Beteiligungen. Der Median liegt bei drei Beteiligungen. Das untere Quartil beläuft sich auf zwei Beteiligung, das obere auf fünf Beteiligungen. Es bleibt bei einer rechtsschiefen Verteilung, auch wenn diese durch den Wegfall des mit Abstand häufigsten Messwerts von null Beteiligungen nicht so stark ausgeprägt ist wie bei Betrachtung des gesamten Datensatzes. Das Histogramm in Abbildung 17 stellt die Verteilung grafisch dar. Auffällig ist, dass eine und zwei Beteiligungen mit Abstand am häufigsten bei den untersuchten ETFs vorkommen (je 44 ETFs). Auch drei bis sieben Beteiligungen werden im zweistelligen Bereich beobachtet. Dabei fällt eine Ballung von 24 ETFs mit fünf Beteiligungen ins Auge. Das ermittelte Maximum von 15 Beteiligungen wird lediglich von zwei ETFs erreicht. 5 ETFs weisen jedoch 14 Beteiligungen auf.

Abbildung 17: Histogramm der Verteilung in der Elektrizitätsbranche



c) Beteiligungsmuster

Die ETFs weisen 71 verschiedene Beteiligungsmuster auf.⁶⁹⁸ Das Beteiligungsmuster setzt sich aus 17 Stellen zusammen, die die börsennotierten Unternehmen in alphabetischer Reihenfolge, wie in Tabelle 12 dargestellt, repräsentieren. Wie sich bereits aus dem ermittelten Modus der Branchenabdeckung für den gesamten Datensatz ablesen lässt, ist das häufigste Beteiligungsmuster das neutrale Muster ohne jegliche Beteiligung in der Branche (000000000000000000). 243 ETFs mit einem summierten Fondsvolumen von 397 Milliarden Euro weisen dieses Beteiligungsmuster auf. Sie stehen für 58 Prozent der untersuchten ETFs und 32 Prozent ihres summierten Fondsvolumens.⁶⁹⁹ Eine Totalabdeckung der börsennotierten Unternehmen der Branche (Beteiligungsmuster: 11111111111111111) kommt nicht vor. Das ergibt sich ebenfalls aus dem ermittelten Maximum der Branchenabdeckung von 15 Beteiligungen.⁷⁰⁰ Die Maximalabdeckung in der Elektrizitätsbranche wird von Beteiligungsmustern mit 15 Beteiligungen erreicht.

698 Vgl. für die Zahlen im Folgenden die vollständigen Auswertungstabellen im Anhang B. III.

699 Das gesamte Fondsvolumen der 422 untersuchten ETFs beträgt 1.249.608 Mio. Euro.

700 Siehe Sechstes Kapitel E. III. 2. b).

Die geringste Branchenabdeckung weisen Beteiligungsmuster mit lediglich einer Beteiligung auf. Bei einem siebzehnstelligen Muster ergeben sich 17 mögliche Beteiligungsmuster für die Minimalabdeckung.

Betrachtet man die nach ihrer Anzahl zehn häufigsten Beteiligungsmuster ohne das neutrale Beteiligungsmuster (Tabelle 14)⁷⁰¹, fällt auf, dass darunter vier Beteiligungsmuster mit Minimalabdeckung zu finden sind. Die Maximalabdeckung mit 15 Beteiligungen erscheint nicht in den zehn häufigsten Beteiligungsmustern. Die größte Branchenabdeckung unter diesen Beteiligungsmustern erreicht ein Muster mit 12 Beteiligungen, das von fünf ETFs geteilt wird. Die vier häufigsten Beteiligungsmuster enthalten nicht mehr als fünf Beteiligungen. Außerdem gibt es keine Überschneidungen zwischen den Beteiligungen der vier häufigsten Beteiligungsmuster.

Tabelle 14: Die zehn häufigsten Beteiligungsmuster in der Elektrizitätsbranche nach Anzahl

Beteiligungsmuster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
10101000011000000	19	318.337
00000000000010001	11	19.325
000000000000001000	10	16.110
000000000000000010	8	13.895
00010101100100110	7	18.412
010000000000000000	7	8586
010000000000001000	6	86.807
00010101100100100	5	10.551
10111101111110100	5	25.701
00000000000000100	4	389

Sortiert nach dem summierten Fondsvolumen ändert sich die Reihenfolge der Beteiligungsmuster (Tabelle 15)⁷⁰². Lässt man das neutrale Beteiligungsmuster außer Acht, handelt es sich bei dem mit Abstand gewichtigsten Beteiligungsmuster um ein Muster mit fünf Beteiligungen. Es nimmt 25,5 Prozent des untersuchten Fondsvolumens ein. Alle anderen Beteiligungsmuster kommen nicht über 9 Prozent des untersuchten Fondsvolumens

701 Vgl. für die vollständige Auflistung aller Beteiligungsmuster sortiert nach ihrer Anzahl Anhang B. III. 1.

702 Vgl. für die vollständige Auflistung aller Beteiligungsmuster sortiert nach ihrem summierten Fondsvolumen Anhang B. III. 2.

hinaus. Deutlich unterscheidet sich in dieser Sortierung das Vorkommen der Minimalabdeckung. Unter den zehn Beteiligungsmustern mit dem größten summierten Fondsvolumen ist die Minimalabdeckung mit einer Beteiligung in der Branche nur noch einmal zu finden. Beteiligungsmuster mit einer geringen Branchenabdeckung von nur zwei Unternehmen sind dagegen viermal in den zehn gewichtigsten Beteiligungsmustern zu finden. Dazu gehören die Muster von der dritten bis zur fünften Stelle mit 7,0 Prozent, 3,1 Prozent bzw. 2,3 Prozent des untersuchten Fondsvolumens. Auffällig ist, dass es keine Überschneidung bei den Beteiligungen der drei gewichtigsten Beteiligungsmuster gibt.

Tabelle 15: Die zehn Beteiligungsmuster in der Elektrizitätsbranche mit dem größten summierten Fondsvolumen

Beteiligungsmuster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuchten Fondsvolumen
10101000011000000	318.337	25,47%
00010101100110111	112.255	8,98%
01000000000001000	86.807	6,95%
10100000000000000	38.853	3,11%
00001000010000000	28.411	2,27%
10111101111110100	25.701	2,06%
00000000000010001	19.325	1,55%
00010101100100110	18.412	1,47%
00000000000001000	16.110	1,29%
10001000011000000	16.065	1,29%

3. Einordnung der Ergebnisse

Ein Gesamtbrancheninteresse lässt sich in der Elektrizitätsbranche auf der Ebene der untersuchten ETFs von BlackRock nicht beobachten. Die Branchenabdeckung ist auf Fondsebene gering bis mittelstark ausgeprägt und es bestehen deutliche Interessenkonflikte zwischen den Fonds.

Nicht ein ETF weist die gleiche Branchenabdeckung wie BlackRock als Einheit auf. Während BlackRock als Einheit auf 16 Beteiligungen in der Elektrizitätsbranche kommt, sind es auf Fondsebene maximal 15. Diesen Wert weisen lediglich zwei der 422 ETFs auf. Die Minimalabdeckung von einer Beteiligung ist zusammen mit einer Branchenabdeckung von nur

zwei Beteiligungen der am häufigsten in den nicht interessenneutralen ETF-Portfolios beobachtete Wert. Diese ETFs haben also entweder ein Interesse am Gewinn eines Unternehmens auf Kosten der anderen Unternehmen durch Wettbewerb oder zumindest nur an dem Zusammenwirken von zwei der 20 Unternehmen umfassenden Branche. Weniger als ein Viertel der nicht interessenneutralen ETFs weist überhaupt Beteiligungen an mehr als fünf Unternehmen auf. Allerdings kommen ETFs mit bis zu sieben Beteiligungen im zweistelligen Bereich vor. Kaum ETFs halten 8 oder mehr Beteiligungen. Ein maßgeblicher Anteil der ETFs ist an mehreren Unternehmen der Branche beteiligt. Mit bis zu sieben Unternehmen für die meisten ETFs liegt diese aber immer noch deutlich unter der für BlackRock ermittelten Abdeckung von 16 Unternehmen.

Im Hinblick auf mögliche wettbewerbsbeschränkende Interessen treten deutliche Interessenkonflikte zwischen den ETFs hervor. So zeigt sich an den Beteiligungsmustern, dass die nach Anzahl vier häufigsten und nach summierten Fondsvolumen drei gewichtigsten Beteiligungsmuster keinerlei Überschneidungen in ihren Beteiligungen aufweisen. Ihre Interessen laufen somit zuwider. Sie stehen mit 25,5 Prozent, 9,0 Prozent und 7,0 Prozent für große Anteile am untersuchten Fondsvolumen, bei denen keinerlei Gleichlauf der Interessen zu erkennen ist. Interessant ist, dass bei einer Sortierung nach Häufigkeit vier der zehn bedeutendsten Beteiligungsmuster solche mit einem Einzelinteresse in der Branche sind, während die Minimalabdeckung bei einer Sortierung nach dem summierten Fondsvolumen nur einmal innerhalb der zehn gewichtigsten Beteiligungsmuster erscheint. Als problematisch zu bewerten ist, dass in der Elektrizitätsbranche die zwei Beteiligungsmuster mit dem größten summierten Fondsvolumen eine weite Branchenabdeckung von fünf bzw. neun Beteiligungen enthalten. Insbesondere das zweite Muster weist eine bedenkliche Konzentration auf, dem aber gegenläufige Interessen der anderen beiden Beteiligungsmuster mit dem größten summierten Fondsvolumen entgegengehalten werden können (Muster 1 gegen Muster 2 gegen Muster 3). Insgesamt zeigen sich Tendenzen zu einer mittelgroßen Branchenabdeckung in der Elektrizitätsbranche, aber ein diffuses Bild an Interessen.

IV. Handelsplattformen für Finanzinstrumente

1. Einbezogene Unternehmen

In der Branche der Handelsplattformen für Finanzinstrumente sind 176 Unternehmen in der EU tätig.⁷⁰³ Viele der Unternehmen werden vollständig von Mutterunternehmen gehalten oder zumindest von diesen beherrscht. In solchen Fällen tritt das Mutterunternehmen für die Untersuchung an die Stelle des auf dem Markt tätigen Unternehmens, da seine Investoren von Interesse sind.⁷⁰⁴ Zur Vereinfachung werden nicht alle 176 Unternehmen in die Analyse einbezogen, sondern nur die 20 Unternehmen, die im JRC Technical Report als die wichtigsten Marktakteure in diesem Sektor identifiziert werden. Sie bilden einen Großteil der Branche ab. Gleichzeitig handelt es sich um die Unternehmen, in die Vermögensverwalter stark investiert haben.⁷⁰⁵ Das Kriterium für die Auswahl bildete das Gesamtkapital („Total Assets“) im Jahr 2016. Die nach Gesamtkapital zehn größten in der EU registrierten und zehn größten außerhalb der EU registrierten Unternehmen bilden die grundlegende Liste der zu untersuchenden Unternehmen.⁷⁰⁶ Acht der als in der EU registrierten Unternehmen haben ihren Sitz im Vereinigten Königreich und sind dies daher nach aktueller Betrachtung keine EU-Unternehmen mehr. Vielfach handelt es sich um beherrschte europäische Tochterunternehmen amerikanischer Großbanken. In diesem Fall wird das Mutterunternehmen in die Liste aufgenommen. Die Investment Technology Group wurde 2018 von Virtu Financial übernommen.⁷⁰⁷ An ihre Stelle tritt daher Virtu Financial. Die auf diese Weise identifizierten 20 wichtigsten Unternehmen des Sektors der Handelsplattformen für Finanzinstrumente sind in Tabelle 16 mit ihrer ISIN (falls vorhanden) und dem Land ihres Hauptsitzes aufgeführt.

703 Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 77, 306.

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

705 Vgl. Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 78.

706 Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 78.

707 Manjesh, Virtu Financial to buy independent brokerage ITG for \$1 billion, Reuters, 7.11.2018, abrufbar unter <https://www.reuters.com/article/us-invest-tech-grp-m-a-virtu-fincl-idUSKCN1NCIHG> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

Tabelle 16: Wichtigste Unternehmen der Branche der Handelsplattformen für Finanzinstrumente

Unternehmen	ISIN	Hauptsitz
Australia and New Zealand Banking Group (ANZ)	AU000000ANZ3	Australien
Banco Bilbao (BBVA)	ES0113211835	Spanien
Banco Santander	ES0113900J37	Spanien
Bank of America	US0605051046	USA
Barclays	GB0031348658	Großbritannien
BGC Partners	US05541T1016	USA
Citigroup	US1729674242	USA
DNB Bank	NO0010031479	Norwegen
Goldman Sachs	US38141G1040	USA
Intercontinental Exchange	US45866F1049	USA
JPMorgan Chase	US46625H1005	USA
Lloyds Banking	GB0008706128	Großbritannien
London Stock Exchange	GB00B0SWJX34	Großbritannien
MarketAxess Holdings	US57060D1081	USA
NASDAQ	US6311031081	USA
Royal Bank of Canada	CA7800871021	Kanada
Standard Chartered	GB0004082847	Großbritannien
Toronto Dominion Bank	CA8911605092	Kanada
UBS Group	CH0244767585	Schweiz
Virtu Financial	US9282541013	USA

2. Statistische Analyse

a) Branchenabdeckung als Einheit

Die Branche wird durch 20 Unternehmen repräsentiert. Da alle Unternehmen börsennotiert sind, liegt die maximal mögliche Anzahl an Beteiligungen für diese Branche bei 20 Unternehmen. Betrachtet man alle ETFs des Datensatzes kommen Beteiligungen an allen dieser börsennotierten Unternehmen vor (Tabelle 17). BlackRock als Einheit betrachtet ist somit an allen 20 Unternehmen der Elektrizitätsbranche „beteiligt“. Die Anzahl der Beteiligungen liegt für die meisten Unternehmen zwischen 40 und 55.

Tabelle 17: Anzahl der Beteiligungen an den Finanzhandelsplattformen

Unternehmen	Anzahl Beteiligungen im Datensatz
Australia and New Zealand Banking Group (ANZ)	34
Banco Bilbao (BBVA)	52
Banco Santander	54
Bank of America	46
Barclays	40
BGC Partners	11
Citigroup	48
DNB Bank	34
Goldman Sachs	47
Intercontinental Exchange	46
JPMorgan Chase	45
Lloyds Banking	41
London Stock Exchange	47
MarketAxess Holdings	49
NASDAQ	43
Royal Bank of Canada	25
Standard Chartered	42
Toronto Dominion Bank	24
UBS Group	40
Virtu Financial	18

b) Verteilung der Branchenabdeckung

Betrachtet man die Portfolios der 422 ETFs des gesamten Datensatzes auf Fondsebene, ergibt sich ein Minimalwert von null Beteiligungen und ein Maximalwert von 18 Beteiligungen in der Branche der Handelsplattformen für Finanzinstrumente. Der Modus liegt bei null Beteiligungen. Die meisten ETFs des Datensatzes halten somit keine Beteiligungen in der Branche. Das arithmetische Mittel beträgt 1,863 Beteiligungen, der Median null Beteiligungen. Das untere Quartil liegt ebenfalls bei null. Das obere Quartil beginnt bei zwei Beteiligungen. Es handelt sich um eine rechtsschiefe Verteilung.

Tabelle 18: Statistische Auswertung der Verteilung in der Branche der Handelsplattformen für Finanzinstrumente

	Minimum	1. Quartil	Median	Arithmetisches Mittel	3. Quartil	Maximum	Modus	Neutrale Fonds
Gesamter Datensatz	0	0	0	1,863	2	18	0	-
Datensatz ohne neutrale Fonds	1	1	3	4,852	7	18	1	260

Betrachtet man lediglich die ETFs des Datensatzes, die Beteiligungen in der Elektrizitätsbranche aufweisen, ändern sich durch den Wegfall von 260 neutralen ETFs die statistischen Maßzahlen. Der Minimalwert liegt dann bei einer Beteiligung; der Maximalwert bleibt bei 18 Beteiligungen. Der Modus entspricht einer Beteiligung. Das arithmetische Mittel steigt auf 4,852 Beteiligungen. Der Median liegt bei drei Beteiligungen. Das untere Quartil beläuft sich auf eine Beteiligung, das obere auf sieben Beteiligungen. Es bleibt bei einer rechtsschiefen Verteilung, auch wenn diese durch den Wegfall des mit Abstand häufigsten Messwerts von null Beteiligungen nicht so stark ausgeprägt ist wie bei Betrachtung des gesamten Datensatzes. Das Histogramm in Abbildung 18 stellt die Verteilung grafisch dar. Eine Beteiligung kommt mit Abstand am häufigsten bei den untersuchten ETFs vor. Auffällig ist aber, dass die Häufigkeit zunächst bis zu sechs Beteiligungen abfällt, dann aber bei 8 Beteiligungen mit einer Anzahl von 17 ETFs wieder eine deutliche Spitze aufweist. Die Maximalabdeckung von 18 Beteiligungen wird von zehn ETFs erreicht.

Branchenabdeckung von 18 Beteiligungen.⁷¹⁰ Die Maximalabdeckung in der untersuchten Branche wird von Beteiligungsmustern mit 18 Beteiligungen erreicht. Die geringste Branchenabdeckung weisen Beteiligungsmuster mit lediglich einer Beteiligung auf. Bei einem zwanzigstelligen Muster ergeben sich 20 mögliche Beteiligungsmuster für die Minimalabdeckung.

Betrachtet man die nach ihrer Anzahl zehn häufigsten Beteiligungsmuster ohne das neutrale Beteiligungsmuster (Tabelle 19)⁷¹¹, fällt auf, dass darunter vier Beteiligungsmuster mit Minimalabdeckung zu finden sind. Die Maximalabdeckung mit 18 Beteiligungen erscheint nicht in den zehn häufigsten Beteiligungsmustern. Die größte Branchenabdeckung unter diesen Beteiligungsmustern erreicht ein Muster mit 14 Beteiligungen, das von zehn ETFs geteilt wird. Die zwei häufigsten Beteiligungsmuster enthalten nicht mehr als zwei Beteiligungen. Außerdem gibt es keine Überschneidungen zwischen den Beteiligungen der drei häufigsten Beteiligungsmuster.

Tabelle 19: Die zehn häufigsten Beteiligungsmuster in der Branche der Handelsplattformen für Finanzinstrumente

Beteiligungsmuster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
01100000000000000000	12	26.183
10000000000000000000	11	21.666
00010010111001100000	10	213.338
11111011111111100000	10	26.875
00000000000001000000	9	22.585
01101001000110000000	9	17.838
00000000000010000000	6	1293
00001000000110001000	4	11.195
11101001000110000000	4	19.541
00000000000000000010	3	1450

Sortiert nach dem summierten Fondsvolumen ändert sich die Reihenfolge der Beteiligungsmuster (Tabelle 20)⁷¹². Lässt man das neutrale Beteiligungsmuster außer Acht, handelt es sich bei dem mit Abstand gewichtigsten

710 Siehe Sechstes Kapitel E. IV. 2. b).
711 Vgl. für die vollständige Auflistung aller Beteiligungsmuster sortiert nach ihrer Anzahl Anhang B. IV. 1.
712 Vgl. für die vollständige Auflistung aller Beteiligungsmuster sortiert nach ihrem summierten Fondsvolumen Anhang B. IV. 2.

Beteiligungsmuster um ein Muster mit sieben Beteiligungen. Es nimmt 17,1 Prozent des untersuchten Fondsvolumens ein. Alle anderen Beteiligungsmuster kommen nicht über 9 Prozent des untersuchten Fondsvolumens hinaus. Deutlich unterscheidet sich in dieser Sortierung das Vorkommen der Minimalabdeckung. Unter den zehn Beteiligungsmustern mit dem größten summierten Fondsvolumen ist die Minimalabdeckung mit einer Beteiligung in der Branche nur noch einmal und dazu noch an letzter Stelle zu finden. Beteiligungsmuster mit einer geringen Branchenabdeckung von zwei und drei Unternehmen sind dagegen viermal in den zehn gewichtigsten Beteiligungsmustern zu finden. Auffällig ist, dass es keine Überschneidung bei den Beteiligungen der zwei gewichtigsten Beteiligungsmuster gibt. Allerdings ist das Beteiligungsmuster mit dem drittgrößten summierten Fondsvolumen nahezu identisch zu dem mit dem größten summierten Fondsvolumen.

Tabelle 20: Die zehn Beteiligungsmuster mit dem größten summierten Fondsvolumen in der Branche der Handelsplattformen für Finanzinstrumente

Beteiligungsmuster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuchten Fondsvolumen
00010010111001100000	213.338	17,07%
11101001000110000000	110.855	8,87%
00010110111001100000	46.998	3,76%
00000000010001000001	40.284	3,22%
00010110111000100000	35.272	2,82%
00000000010001000000	32.539	2,60%
00000000010001100000	27.083	2,17%
11111011111111100000	26.875	2,15%
01100000000000000000	26.183	2,10%
00000000000001000000	22.585	1,81%

3. Einordnung der Ergebnisse

Ein Gesamtbrancheninteresse lässt sich in der Branche der Handelsplattformen für Finanzinstrumente auf der Ebene der untersuchten ETFs von BlackRock nicht beobachten. Die Branchenabdeckung ist auf Fondsebene zwar mittelstark ausgeprägt. Sie bleibt aber dennoch deutlich hinter der

Branchenabdeckung von BlackRock als Einheit zurück und es bestehen deutliche Interessenkonflikte zwischen den Fonds.

Nicht ein ETF weist die gleiche Branchenabdeckung wie BlackRock als Einheit auf. Während BlackRock als Einheit auf 20 Beteiligungen in der untersuchten Branche kommt, sind es auf Fondsebene maximal 18. Mit einer Anzahl von zehn ETFs kommt die Maximalabdeckung aber vergleichsweise oft vor. Die Minimalabdeckung von einer Beteiligung ist der am häufigsten in den nicht interessenneutralen ETF-Portfolios beobachtete Wert. Drei Viertel der nicht interessenneutralen ETFs weisen Beteiligungen an sieben oder weniger Unternehmen auf. Diese ETFs haben also entweder ein Interesse am Gewinn eines Unternehmens auf Kosten der anderen Unternehmen durch Wettbewerb oder zumindest nur an dem Zusammenwirken von zwei der 20 Unternehmen umfassenden Branche. Allerdings gibt es eine Häufung von ETFs mit sieben bis neun Beteiligungen. Kaum ETFs halten zehn bis siebzehn Beteiligungen. Ein maßgeblicher Anteil der ETFs ist an mehreren Unternehmen der Branche beteiligt. Mit bis zu neun Unternehmen für die meisten ETFs liegt diese aber immer noch deutlich unter der für BlackRock ermittelten Abdeckung von 20 Unternehmen, der lediglich die zehn ETFs mit der Maximalabdeckung von 18 Unternehmen nahekommt.

Im Hinblick auf mögliche wettbewerbsbeschränkende Interessen treten deutliche Interessenkonflikte zwischen den ETFs hervor. So zeigt sich an den Beteiligungsmustern, dass die nach Anzahl drei häufigsten und nach summierten Fondsvolumen beiden gewichtigsten Beteiligungsmuster keinerlei Überschneidungen in ihren Beteiligungen aufweisen. Ihre Interessen laufen somit zuwider. Sie stehen mit 17,1 Prozent und 8,9 Prozent für große Anteile am untersuchten Fondsvolumen, bei denen keinerlei Gleichlauf der Interessen zu erkennen ist. Interessant ist, dass bei einer Sortierung nach Häufigkeit vier der zehn bedeutendsten Beteiligungsmuster solche mit einem Einzelinteresse in der Branche sind, während die Minimalabdeckung bei einer Sortierung nach dem summierten Fondsvolumen nur einmal innerhalb der zehn gewichtigsten Beteiligungsmuster erscheint. Als problematisch zu bewerten ist, dass in der untersuchten Branche die drei Beteiligungsmuster mit dem größten summierten Fondsvolumen eine weite Branchenabdeckung von sieben bis acht Beteiligungen enthalten und die beiden kleineren sind sich zusätzlich stark ähneln. Dieser bedenklichen Konzentration können aber die gegenläufige Interessen unter den Beteiligungsmustern entgegengehalten werden (Muster 1 gegen Muster 2 und 3). Insgesamt zeigen sich Tendenzen zu einer mittelgroßen Branchenabdeckung in der

Branche der Handelsplattformen für Finanzinstrumente, aber ein diffuses Bild an Interessen.

V. Mobilfunk

1. Einbezogene Unternehmen

In der Mobilfunkbranche sind 105 Mobilfunknetzbetreiber in der EU aktiv. *Rosati et al.* addieren zu diesen Mobilfunknetzbetreibern alle vorhandenen Mutterunternehmen, weil Investoren im Regelfall mehr Interesse an den großen Mutterkonzernen als an den beherrschten Tochterunternehmen zeigen. Auf diese Weise wird der Einfluss von und die Verflechtung über gemeinsame Investoren genauer wiedergegeben. Zu den 105 Mobilfunknetzbetreibern kommen 72 kontrollierende Mutterunternehmen hinzu, sodass 177 Unternehmen im Mobilfunk-Sektor in der EU aktiv sind oder diesen beeinflussen.⁷¹³ Zur Vereinfachung werden nicht alle 153 Unternehmen in die Analyse einbezogen, sondern nur die 18 Unternehmen, die im JRC Technical Report als die wichtigsten Marktakteure der Mobilfunkbranche identifiziert werden. Sie bilden einen Großteil der Branche ab. Gleichzeitig handelt es sich um die Unternehmen, in die Vermögensverwalter stark investiert haben.⁷¹⁴ Das Kriterium für die Auswahl bildete das Gesamtkapital („*Total Assets*“) im Jahr 2016. Vierzehn Unternehmen waren 2016 in der EU registriert und vier außerhalb.⁷¹⁵ Die auf diese Weise identifizierten 18 wichtigsten Unternehmen des Mobilfunk-Sektors sind in Tabelle 21 mit ihrer ISIN (falls vorhanden) und dem Land ihres Hauptsitzes aufgeführt.

713 *Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo*, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 96, 307.

714 Vgl. *Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo*, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 98.

715 *Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo*, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 98.

Tabelle 21: Wichtigste Unternehmen der Mobilfunkbranche

Unternehmen	ISIN	Hauptsitz
America Movil	MXP001691213	Mexiko
Bouygues	FR0000120503	Frankreich
BT Group	GB0030913577	Großbritannien
CK Hutchison Holding	KYG217651051	Hongkong (registriert auf den Cayman Islands)
Deutsche Telekom	DE0005557508	Deutschland
Koninklijke KPN	NL0000009082	Niederlande
Liberty Global	GB00B8W67662	Großbritannien
MTN Group	ZAE000042164	Südafrika
Orange	FR0000133308	Frankreich
Proximus	BE0003810273	Belgien
TDC	Nicht börsennotiert	Dänemark
Telecom Italia	IT0003497168	Italien
Telefonica	ES0178430E18	Spanien
Telefonica Deutschland	DE000A1J5RX9	Deutschland
Telenor	NO0010063308	Norwegen
Telia Company	SE0000667925	Schweden
Vivendi	FR0000127771	Frankreich
Vodafone Group	GB00BH4HKS39	Großbritannien

2. Statistische Analyse

a) Branchenabdeckung als Einheit

Die Branche wird durch 18 Unternehmen repräsentiert. Da mit dem dänischen Unternehmen TDC ein Unternehmen nicht börsennotiert ist, liegt die maximal mögliche Anzahl an Beteiligungen für diese Branche bei 17 Unternehmen. Betrachtet man alle ETFs des Datensatzes kommen Beteiligungen an allen 17 börsennotierten Unternehmen vor (Tabelle 22). BlackRock als Einheit betrachtet ist somit an 17 der 18 Unternehmen der Elektrizitätsbranche „beteiligt“. Die Anzahl der Beteiligungen liegt für die meisten Unternehmen zwischen 40 und 60. Lediglich asiatische Unternehmen und Unternehmen aus Schwellenländern erscheinen seltener in den Fondsportfolios des Datensatzes.

Tabelle 22: Anzahl der Beteiligungen an den Mobilfunkunternehmen

Unternehmen	Anzahl Beteiligungen im Datensatz
America Movil	19
Bouygues	47
BT Group	48
CK Hutchison Holding	30
Deutsche Telekom	56
Koninklijke KPN	48
Liberty Global	25
MTN Group	19
Orange	59
Proximus	60
TDC	Nicht börsennotiert
Telecom Italia	49
Telefonica	51
Telefonica Deutschland	47
Telenor	42
Telia Company	43
Vivendi	49
Vodafone Group	48

b) Verteilung der Branchenabdeckung

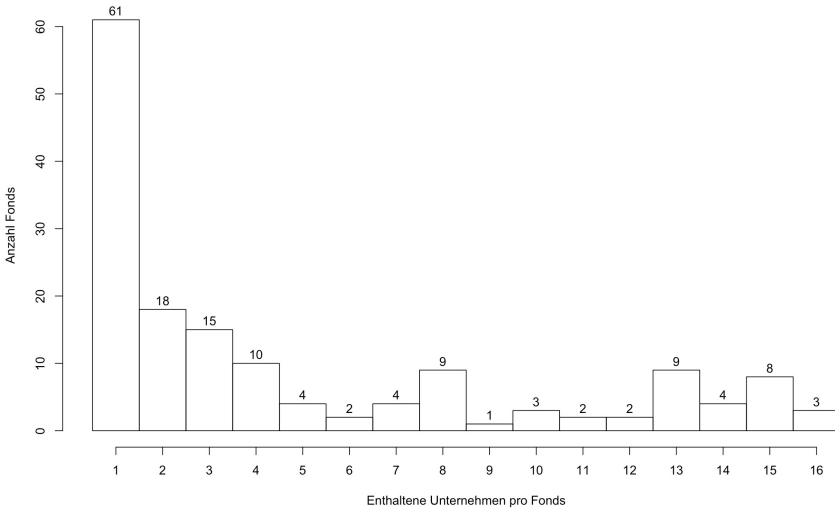
Betrachtet man die Portfolios der 422 ETFs des gesamten Datensatzes auf Fondsebene, ergibt sich ein Minimalwert von null Beteiligungen und ein Maximalwert von 16 Beteiligungen in der Mobilfunkbranche. Der Modus liegt bei null Beteiligungen. Die meisten ETFs des Datensatzes halten somit keine Beteiligungen in der Branche. Das arithmetische Mittel beträgt 1,754 Beteiligungen, der Median null Beteiligungen. Das untere Quartil liegt ebenfalls bei null. Das obere Quartil beginnt bei einer Beteiligung. Es handelt sich um eine stark rechtsschiefe Verteilung.

Tabelle 23: Statistische Auswertung der Verteilung in der Mobilfunkbranche

	Minimum	1. Quartil	Median	Arithmeti- sches Mittel	3. Quartil	Maximum	Modus	Neutrale Fonds
Gesamter Datensatz	0	0	0	1,754	1	16	0	-
Datensatz ohne neutra- le Fonds	1	1	2	4,774	8	16	1	267

Betrachtet man lediglich die ETFs des Datensatzes, die Beteiligungen in der Mobilfunkbranche aufweisen, ändern sich durch den Wegfall von 267 neutralen ETFs die statistischen Maßzahlen. Der Minimalwert liegt dann bei einer Beteiligung; der Maximalwert bleibt bei 16 Beteiligungen. Der Modus entspricht einer Beteiligung. Das arithmetische Mittel steigt auf 4,774 Beteiligungen. Der Median liegt bei zwei Beteiligungen. Das untere Quartil beläuft sich auf eine Beteiligung, das obere auf acht Beteiligungen. Es bleibt bei einer rechtsschiefen Verteilung, auch wenn diese durch den Wegfall des mit Abstand häufigsten Messwerts von null Beteiligungen nicht so stark ausgeprägt ist wie bei Betrachtung des gesamten Datensatzes. Das Histogramm in Abbildung 19 stellt die Verteilung grafisch dar. Auffällig ist, dass eine Beteiligung mit Abstand am häufigsten bei den untersuchten ETFs vorkommt (61 ETFs) und die Häufigkeit dann stark abnimmt. Bei 8, 13 und 15 Beteiligungen lassen sich lokale Häufungen beobachten. Das ermittelte Maximum von 16 Beteiligungen wird lediglich von drei ETFs erreicht.

Abbildung 19: Histogramm der Verteilung in der Mobilfunkbranche



c) Beteiligungsmuster

Die ETFs weisen 64 verschiedene Beteiligungsmuster auf.⁷¹⁶ Das Beteiligungsmuster setzt sich aus 17 Stellen zusammen, die die börsennotierten Unternehmen in alphabetischer Reihenfolge, wie in Tabelle 27 dargestellt, repräsentieren. Wie sich bereits aus dem ermittelten Modus der Branchenabdeckung für den gesamten Datensatz ablesen lässt, ist das häufigste Beteiligungsmuster das neutrale Muster ohne jegliche Beteiligung in der Branche (000000000000000000). 267 ETFs mit einem summierten Fondsvolumen von 821 Milliarden Euro weisen dieses Beteiligungsmuster auf. Sie stehen für 63 Prozent der untersuchten ETFs und 66 Prozent ihres summierten Fondsvolumens.⁷¹⁷ Eine Totalabdeckung der börsennotierten Unternehmen der Branche (Beteiligungsmuster: 111111111111111111) kommt nicht vor. Das ergibt sich ebenfalls aus dem ermittelten Maximum der Branchenabdeckung von 16 Beteiligungen.⁷¹⁸ Die Maximalabdeckung in der Mobilfunkbranche wird von Beteiligungsmustern mit 16 Beteiligungen erreicht. Die geringste

⁷¹⁶ Vgl. für die Zahlen im Folgenden die vollständigen Auswertungstabellen im Anhang B. V.

⁷¹⁷ Das gesamte Fondsvolumen der 422 untersuchten ETFs beträgt 1.249.608 Mio. Euro.

⁷¹⁸ Siehe Sechstes Kapitel E. V. 2. b).

Branchenabdeckung weisen Beteiligungsmuster mit lediglich einer Beteiligung auf. Bei einem siebzehnstelligen Muster ergeben sich 17 mögliche Beteiligungsmuster für die Minimalabdeckung.

Betrachtet man die nach ihrer Anzahl zehn häufigsten Beteiligungsmuster ohne das neutrale Beteiligungsmuster (Tabelle 24)⁷¹⁹, fällt auf, dass darunter sechs Beteiligungsmuster mit Minimalabdeckung zu finden sind. Die Maximalabdeckung mit 16 Beteiligungen erscheint nicht in den zehn häufigsten Beteiligungsmustern. Die größte Branchenabdeckung unter diesen Beteiligungsmustern erreicht ein Muster mit 14 Beteiligungen, das von sieben ETFs geteilt wird. Die beiden häufigsten Beteiligungsmuster enthalten nur eine Beteiligung. Außerdem gibt es keine Überschneidungen zwischen den Beteiligungen der drei häufigsten Beteiligungsmuster.

Tabelle 24: Die zehn häufigsten Beteiligungsmuster in der Mobilfunkbranche nach Anzahl

Beteiligungsmuster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
000000100000000000	15	34.282
000100000000000000	8	12.209
011011001111111110	8	17.245
000000000100000000	7	3428
011111101111111110	7	25.335
100000010000000000	7	86.887
000000010000000000	6	2426
010011001111000010	6	9723
100000000000000000	5	2393
00000000000010000	4	1028

Sortiert nach dem summierten Fondsvolumen ändert sich die Reihenfolge der Beteiligungsmuster (Tabelle 25)⁷²⁰. Lässt man das neutrale Beteiligungsmuster außer Acht, handelt es sich bei dem mit Abstand gewichtigsten Beteiligungsmuster um ein Muster mit 13 Beteiligungen. Es nimmt 9 Prozent des untersuchten Fondsvolumens ein. Alle anderen Beteiligungsmuster kommen nicht über 7 Prozent des untersuchten Fondsvolumens hinaus.

719 Vgl. für die vollständige Auflistung aller Beteiligungsmuster sortiert nach ihrer Anzahl Anhang B. V. 1.

720 Vgl. für die vollständige Auflistung aller Beteiligungsmuster sortiert nach ihrem summierten Fondsvolumen Anhang B. V. 2.

Deutlich unterscheidet sich in dieser Sortierung das Vorkommen der Minimalabdeckung. Unter den zehn Beteiligungsmustern mit dem größten summierten Fondsvolumen ist die Minimalabdeckung mit einer Beteiligung in der Branche nur noch zweimal zu finden. Auffällig ist, dass die meisten Beteiligungsmuster entweder eine sehr weite Branchenabdeckung von über 11 Unternehmen oder eine geringe Branchenabdeckung unter fünf Unternehmen aufweisen. Die Beteiligungsmuster mit der weiten Abdeckung ähneln sich zudem stark. Außerdem sticht ins Auge, dass es keine Überschneidung bei den Beteiligungen der drei gewichtigsten Beteiligungsmuster gibt.

Tabelle 25: Die zehn häufigsten Beteiligungsmuster in der Mobilfunkbranche mit dem größten summierten Fondsvolumen

Beteiligungsmuster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuchten Fondsvolumen
01111100111111110	112.857	9,03%
10000001000000000	86.887	6,95%
00000010000000000	34.282	2,74%
01111110111111110	25.335	2,03%
01101100111111110	17.245	1,38%
11111101111111100	15.319	1,23%
00001000100100010	14.553	1,16%
00010000000000000	12.209	0,98%
00100000000010001	11.195	0,90%
00101000110001101	10.892	0,87%

3. Einordnung der Ergebnisse

Ein Gesamtbrancheninteresse lässt sich in der Mobilfunkbranche auf der Ebene der untersuchten ETFs von BlackRock nicht beobachten. Die Branchenabdeckung ist auf Fondsebene zwar mittelstark ausgeprägt. Sie bleibt aber dennoch deutlich hinter der Branchenabdeckung von BlackRock als Einheit zurück und es bestehen deutliche Interessenkonflikte zwischen den Fonds.

Nicht ein ETF weist die gleiche Branchenabdeckung wie BlackRock als Einheit auf. Während BlackRock als Einheit auf 17 Beteiligungen in der Mobilfunkbranche kommt, sind es auf Fondsebene maximal 16. Diesen Wert weisen lediglich drei der 422 ETFs auf. Die Minimalabdeckung von

einer Beteiligung ist der am häufigsten in den nicht interessenneutralen ETF-Portfolios beobachtete Wert. Diese ETFs haben also ein Interesse am Gewinn eines Unternehmens auf Kosten der anderen Unternehmen durch Wettbewerb. Weniger als ein Viertel der nicht interessenneutralen ETFs weist überhaupt Beteiligungen an mehr als acht Unternehmen auf. Allerdings kommt es zu lokalen Häufungen von weiten Branchenabdeckungen bei acht, dreizehn und fünfzehn Beteiligungen. Somit ist ein maßgeblicher Anteil der ETFs an mehreren Unternehmen der Branche beteiligt. Abgesehen von den Ausreißern bei dreizehn und fünfzehn Beteiligungen liegt die Branchenabdeckung auf Fondsebene für die meisten ETFs aber immer noch deutlich unter der für BlackRock ermittelten Abdeckung von 17 Unternehmen.

Im Hinblick auf mögliche wettbewerbsbeschränkende Interessen treten deutliche Interessenkonflikte zwischen den ETFs hervor. So zeigt sich an den Beteiligungsmustern, dass die nach Anzahl drei häufigsten und nach summierten Fondsvolumen drei gewichtigsten Beteiligungsmuster keinerlei Überschneidungen in ihren Beteiligungen aufweisen. Ihre Interessen laufen somit zuwider. Sie stehen mit 9,0 Prozent, 7,0 Prozent und 2,7 Prozent für große Anteile am untersuchten Fondsvolumen, bei denen keinerlei Gleichlauf der Interessen zu erkennen ist. Interessant ist, dass bei einer Sortierung nach Häufigkeit sechs der zehn bedeutendsten Beteiligungsmuster solche mit einem Einzelinteresse in der Branche sind, während die Minimalabdeckung bei einer Sortierung nach dem summierten Fondsvolumen nur zweimal innerhalb der zehn gewichtigsten Beteiligungsmuster erscheint. Als problematisch zu bewerten ist, dass in der Mobilfunkbranche das Beteiligungsmuster mit dem größten summierten Fondsvolumen eine extrem weite Branchenabdeckung von 13 Beteiligungen enthält. Zusätzlich ist dieses Beteiligungsmuster nahezu identisch zu den ebenfalls sehr weiten Mustern mit dem viert- bis sechstgrößten summierten Fondsvolumen. Es bestehen aber gegenläufige Interessen zwischen den drei Beteiligungsmustern mit dem größten summierten Fondsvolumen (Muster 1 gegen Muster 2 gegen Muster 3). Insgesamt weisen viele große Fonds eine weite Branchenabdeckung in der Mobilfunkbranche auf. Durch das diffuse Bild an Interessen stehen der Branchenabdeckung aber Interessenkonflikte entgegen.

VI. Getränkeherstellung

1. Einbezogene Unternehmen

In der Getränkeherstellungsbranche sind 290 Unternehmen in der EU tätig. 214 davon sind börsennotiert.⁷²¹ Zur Vereinfachung werden nicht alle 290 Unternehmen in die Analyse einbezogen, sondern nur die 30 Unternehmen, die im JRC Technical Report als die wichtigsten Marktakteure der Getränkeherstellungsbranche identifiziert werden. Sie bilden einen Großteil der Branche ab. Gleichzeitig handelt es sich um die Unternehmen, in die Vermögensverwalter stark investiert haben.⁷²² Das Kriterium für die Auswahl bildete das Gesamtkapital („Total Assets“) im Jahr 2016. Die nach Gesamtkapital 15 größten in der EU registrierten sowie 15 größten außerhalb der EU registrierten Unternehmen im Jahr 2016 bilden die grundlegende Liste der zu untersuchenden Unternehmen.⁷²³ Cadbury und Nestlé Waters sind hundertprozentige Tochtergesellschaften von Mondelez bzw. Nestle, die bereits als außerhalb der EU registrierte Unternehmen erfasst sind, weshalb sich die EU-Unternehmen auf 13 Unternehmen reduzieren. Greene King wurde 2019 von der börsennotierten Hongkonger Investmentfirma CK Asset übernommen.⁷²⁴ Die auf diese Weise 28 identifizierten wichtigsten Unternehmen des Getränkeherstellung-Sektors sind in Tabelle 26 mit ihrer ISIN (falls vorhanden) und dem Land ihres Hauptsitzes aufgeführt.

Tabelle 26: Wichtigste Unternehmen der Getränkeherstellungsbranche

Unternehmen	ISIN	Hauptsitz
Ambev (selbst börsennotiertes Tochterunternehmen von Anheuser-Busch InBev)	BRABEVACNOR1	Brasilien
Anheuser-Busch InBev	BE0974293251	Belgien
Asahi	JP3116000005	Japan

721 Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 107, 308.

722 Vgl. Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 110.

723 Rosati/Bomprezzi/Ferraresi/Frigo/Nardo, Common Shareholding in Europe, 2020, S. 109.

724 Machado/M, UK pubs operator Greene King agrees to 4.6 billion pounds Hong Kong offer, Reuters, 19.8.2019, abrufbar unter <https://www.reuters.com/article/us-gr-eene-kin-m-a-ck-asst-hldg-idUSKCNIV91INT> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

Unternehmen	ISIN	Hauptsitz
Beijing Enterprises	HK0392044647	Hongkong
Britvic	GB00B0N8QD54	Großbritannien
Carlsberg	DK0010181759	Dänemark
CK Asset (Greene King)	KYG2177B1014	Hongkong (registriert auf den Cayman Islands)
Coca-Cola European Partners	GB00BDCPN049	Großbritannien
Danone	FR0000120644	Frankreich
Davide Campari	IT0005252207	Italien
Diageo	GB0002374006	Großbritannien
Dr Pepper Snapple Group	US49271V1008	USA
Fomento Economico Mexicano	MXP320321310	Mexico
General Mills	US3703341046	USA
Heineken	NL0000009165	Niederlande
Jeronimo Martins	PTJMT0AE0001	Portugal
Kirin Holdings	JP3258000003	Japan
Marston's	GB00B1JQDM80	Großbritannien
Molson Coors	US60871R2094	USA
Mondelez	US6092071058	USA
Nestle	CH0038863350	Schweiz
PepsiCo	US7134481081	USA
Quinenco	CLP7980K1070	Chile
Refresco Group ⁷²⁵	Nicht börsennotiert	Niederlande
San Miguel	PHY751061151	Philippinen
Swire Pacific	HK0019000162	Hongkong
The Coca-Cola Company	US1912161007	USA
Unilever	NL0000388619	Niederlande

725 Refresco ist mittlerweile nicht mehr an der Börse gelistet, weil es von Private Equity-Investoren übernommen wurde, *Meijer*, Refresco's 1.6 billion euro takeover to end short-lived listing, Reuters, 25.10.2017, abrufbar unter <https://www.reuters.com/article/us-refresco-deal-idUSKBN1CU0HA> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

2. Statistische Analyse

a) Branchenabdeckung als Einheit

Die Branche wird durch 28 Unternehmen repräsentiert. Da mit dem niederländischen Unternehmen Refresco Group ein Unternehmen nicht börsennotiert sind, liegt die maximal mögliche Anzahl an Beteiligungen für diese Branche bei 27 Unternehmen. Betrachtet man alle ETFs des Datensatzes kommen Beteiligungen an 25 der 27 börsennotierten Unternehmen vor (Tabelle 12). BlackRock als Einheit betrachtet ist somit an 25 der 28 Unternehmen der Elektrizitätsbranche „beteiligt“. Die Anzahl der Beteiligungen liegt für die meisten Unternehmen zwischen 30 und 60. Asiatische Unternehmen und Unternehmen aus Schwellenländern erscheinen seltener in den Fondsportfolios des Datensatzes, Unilever häufiger.

Tabelle 27: Anzahl der Beteiligungen an den Getränkeherstellern

Unternehmen	Anzahl Beteiligungen im Datensatz
Ambev	19
Anheuser-Busch InBev	46
Asahi	36
Beijing Enterprises	15
Britvic	14
Carlsberg	41
CK Asset (Greene King)	32
Coca-Cola European Partners	43
Danone	54
Davide Campari	44
Diageo	49
Dr Pepper Snapple Group	49
Fomento Economico Mexicano	9
General Mills	21
Heineken	52
Jeronimo Martins	46
Kirin Holdings	46
Marston´s	35
Molson Coors	9

Unternehmen	Anzahl Beteiligungen im Datensatz
Mondelez	40
Nestle	50
PepsiCo	51
Quinenco	0
Refresco Group ⁷²⁶	Nicht börsennotiert
San Miguel	0
Swire Pacific	34
The Coca-Cola Company	58
Unilever	66

b) Verteilung der Branchenabdeckung

Betrachtet man die Portfolios der 422 ETFs des gesamten Datensatzes auf Fondsebene, ergibt sich ein Minimalwert von null Beteiligungen und ein Maximalwert von 20 Beteiligungen in der Getränkeherstellungsbranche. Der Modus liegt bei null Beteiligungen. Die meisten ETFs des Datensatzes halten somit keine Beteiligungen in der Branche. Das arithmetische Mittel beträgt 2,301 Beteiligungen, der Median bei einer Beteiligung. Das untere Quartil liegt bei null. Das obere Quartil beginnt bei drei Beteiligungen. Es handelt sich um eine stark rechtsschiefe Verteilung.

Tabelle 28: Statistische Auswertung der Verteilung in der Getränkeherstellungsbranche

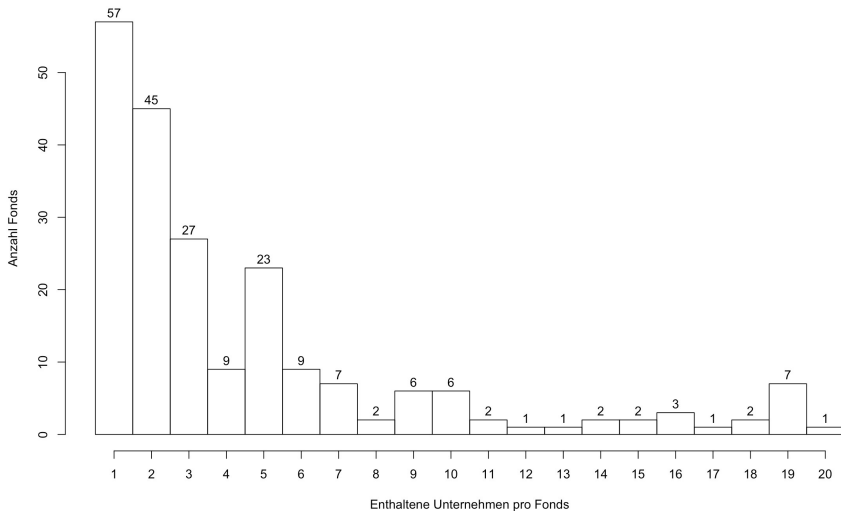
	Minimum	1. Quartil	Median	Arithmetisches Mittel	3. Quartil	Maximum	Modus	Neutrale Fonds
Gesamter Datensatz	0	0	1	2,301	3	20	0	-
Datensatz ohne neutrale Fonds	1	1	3	4,559	5	20	1	209

Betrachtet man lediglich die ETFs des Datensatzes, die Beteiligungen in der Getränkeherstellungsbranche aufweisen, ändern sich durch den Wegfall

726 Refresco ist mittlerweile nicht mehr an der Börse gelistet, weil es von Private Equity-Investoren übernommen wurde, *Meijer*, Refresco's 1.6 billion euro takeover to end short-lived listing, Reuters, 25.10.2017, abrufbar unter <https://www.reuters.com/article/us-refresco-deal-idUSKBN1CU0HA> (zuletzt abgerufen am 7.3.2025).

von 209 neutralen ETFs die statistischen Maßzahlen. Der Minimalwert liegt dann bei einer Beteiligung; der Maximalwert bleibt bei 20 Beteiligungen. Der Modus entspricht einer Beteiligung. Das arithmetische Mittel steigt auf 4,559 Beteiligungen. Der Median liegt bei drei Beteiligungen. Das untere Quartil beläuft sich auf eine Beteiligung, das obere auf fünf Beteiligungen. Es bleibt bei einer rechtsschiefen Verteilung, auch wenn diese durch den Wegfall des mit Abstand häufigsten Messwerts von null Beteiligungen nicht so stark ausgeprägt ist wie bei Betrachtung des gesamten Datensatzes. Das Histogramm in Abbildung 20 stellt die Verteilung grafisch dar. Auffällig ist, dass eine Beteiligung mit Abstand am häufigsten bei den untersuchten ETFs vorkommt (57 ETFs) und die Häufigkeit dann stark abnimmt. Das ermittelte Maximum von 16 Beteiligungen wird lediglich von drei ETFs erreicht. Jedoch weisen sieben ETFs eine nahe am Maximum liegende Branchenabdeckung von 19 Unternehmen auf.

Abbildung 20: Histogramm der Verteilung in der Getränkeherstellungsbranche



c) Beteiligungsmuster

Die ETFs weisen 94 verschiedene Beteiligungsmuster auf.⁷²⁷ Das Beteiligungsmuster setzt sich aus 27 Stellen zusammen, die die börsennotierten Unternehmen in alphabetischer Reihenfolge, wie in Tabelle 27 dargestellt, repräsentieren. Wie sich bereits aus dem ermittelten Modus der Branchenabdeckung für den gesamten Datensatz ablesen lässt, ist das häufigste Beteiligungsmuster das neutrale Muster ohne jegliche Beteiligung in der Branche (00000000000000000000000000000000). 209 ETFs mit einem summierten Fondsvolumen von 302 Milliarden Euro weisen dieses Beteiligungsmuster auf. Sie stehen für 50 Prozent der untersuchten ETFs und 24 Prozent ihres summierten Fondsvolumens.⁷²⁸ Eine Totalabdeckung der börsennotierten Unternehmen der Branche (Beteiligungsmuster: 11111111111111111111111111111111) kommt nicht vor. Das ergibt sich ebenfalls aus dem ermittelten Maximum der Branchenabdeckung von 20 Beteiligungen.⁷²⁹ Die Maximalabdeckung in der Getränkeherstellungsbranche wird von Beteiligungsmustern mit 20 Beteiligungen erreicht. Die geringste Branchenabdeckung weisen Beteiligungsmuster mit lediglich einer Beteiligung auf. Bei einem 27-stelligen Muster ergeben sich 27 mögliche Beteiligungsmuster für die Minimalabdeckung.

Betrachtet man die nach ihrer Anzahl zehn häufigsten Beteiligungsmuster ohne das neutrale Beteiligungsmuster (Tabelle 29)⁷³⁰, fällt auf, dass darunter vier Beteiligungsmuster mit Minimalabdeckung zu finden sind. Die Maximalabdeckung mit 16 Beteiligungen erscheint nicht in den zehn häufigsten Beteiligungsmustern. Die größte Branchenabdeckung unter diesen Beteiligungsmustern erreicht ein Muster mit 11 Beteiligungen, das von sechs ETFs geteilt wird. Die vier häufigsten Beteiligungsmuster enthalten maximal fünf Beteiligungen. Außerdem gibt es keine Überschneidungen zwischen den Beteiligungen der beiden häufigsten Beteiligungsmuster.

727 Vgl. für die Zahlen im Folgenden die vollständigen Auswertungstabellen im Anhang B. VI.

728 Das gesamte Fondsvolumen der 422 untersuchten ETFs beträgt 1.249.608 Mio. Euro.

729 Siehe Sechstes Kapitel E. VI. 2. b).

730 Vgl. für die vollständige Auflistung aller Beteiligungsmuster sortiert nach ihrer Anzahl Anhang B. VI. I.

Tabelle 29: Die zehn häufigsten Beteiligungsmuster in der Getränkeherstellungsbranche nach Anzahl

Beteiligungsmuster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
000000000000010000110100010	14	235.252
001000000000000010000000000	13	18.516
000000000000000000100000000	6	32.420
000000000000100000000000000	6	3121
0000000000001010000110100010	6	83.769
000000100000000000000000000	6	10.290
0000100000000000001000000000	6	10.262
011001111110011100000000000	6	25.207
100100000000100000000000000	6	86.861
000000000100000000000000000	5	1226

Sortiert nach dem summierten Fondsvolumen ändert sich die Reihenfolge der Beteiligungsmuster (Tabelle 30)⁷³¹. Lässt man das neutrale Beteiligungsmuster außer Acht, handelt es sich bei dem mit Abstand gewichtigsten Beteiligungsmuster um ein Muster mit fünf Beteiligungen. Es nimmt 18,8 Prozent des untersuchten Fondsvolumens ein. Alle anderen Beteiligungsmuster kommen nicht über 7 Prozent des untersuchten Fondsvolumens hinaus. Deutlich unterscheidet sich in dieser Sortierung das Vorkommen der Minimalabdeckung. Unter den zehn Beteiligungsmustern mit dem größten summierten Fondsvolumen ist die Minimalabdeckung mit einer Beteiligung in der Branche nur noch einmal zu finden. Sieben der zehn gewichtigsten Beteiligungsmuster weisen nur eine geringe Branchenabdeckung von maximal fünf Unternehmen auf. Die anderen drei Muster enthalten alle mindestens dieselben zehn Unternehmen. Auffällig ist, dass es keine Überschneidung bei den Beteiligungen der beiden gewichtigsten Beteiligungsmuster gibt.

731 Vgl. für die vollständige Auflistung aller Beteiligungsmuster sortiert nach ihrem summierten Fondsvolumen Anhang B. VI. 2.

Tabelle 30: Die zehn Beteiligungsmuster in der Getränkeherstellungsbranche mit dem größten summierten Fondsvolumen

Beteiligungsmuster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil des untersuchten Fondsvolumens
000000000000010000110100010	235.252	18,83%
100100000000100000000000000	86.861	6,95%
0000000000001010000110100010	83.769	6,70%
00000000000000000000000100010	68.716	5,50%
011011111110001100000000000	58.165	4,65%
011001111110001100000000000	52.695	4,22%
000000000000010000010100010	32.539	2,60%
0000000000000000000100000000	32.420	2,59%
011001111110011100000000000	25.207	2,02%
0010000000000000010000000000	18.516	1,48%

3. Einordnung der Ergebnisse

Ein Gesamtbrancheninteresse lässt sich in der Getränkeherstellungsbranche auf der Ebene der untersuchten ETFs von BlackRock nicht beobachten. Die Branchenabdeckung ist auf Fondsebene gering ausgeprägt und es bestehen deutliche Interessenkonflikte zwischen den Fonds.

Nicht ein ETF weist die gleiche Branchenabdeckung wie BlackRock als Einheit auf. Während BlackRock als Einheit auf 25 Beteiligungen in der Getränkeherstellungsbranche kommt, sind es auf Fondsebene maximal 20. Diesen Wert weist lediglich einer der 422 ETFs auf. Die Minimalabdeckung von einer Beteiligung ist der am häufigsten in den nicht interessenneutralen ETF-Portfolios beobachtete Wert. Drei Viertel der nicht interessenneutralen ETFs weisen Beteiligungen an fünf oder weniger Unternehmen auf. Diese ETFs haben also entweder ein Interesse am Gewinn eines Unternehmens auf Kosten der anderen Unternehmen durch Wettbewerb oder zumindest nur an dem Zusammenwirken von zwei der 28 Unternehmen umfassenden Branche. Lediglich sieben ETFs weisen eine sehr weite Branchenabdeckung von 19 Unternehmen auf. Somit ist ein maßgeblicher Anteil der ETFs an mehreren Unternehmen der Branche beteiligt. Der absolute Großteil der ETFs liegt klar unter der für BlackRock ermittelten Abdeckung von 25 Unternehmen.

Im Hinblick auf mögliche wettbewerbsbeschränkende Interessen treten deutliche Interessenkonflikte zwischen den ETFs hervor. So zeigt sich an den Beteiligungsmustern, dass die nach Anzahl beider häufigsten und nach summierten Fondsvolumen ebenfalls beiden gewichtigsten Beteiligungsmuster keinerlei Überschneidungen in ihren Beteiligungen aufweisen. Ihre Interessen laufen somit zuwider. Sie stehen mit 18,8 Prozent und 7,0 Prozent für große Anteile am untersuchten Fondsvolumen, bei denen keinerlei Gleichlauf der Interessen zu erkennen ist. Interessant ist, dass bei einer Sortierung nach Häufigkeit vier der zehn bedeutendsten Beteiligungsmuster solche mit einem Einzelinteresse in der Branche sind, während die Minimalabdeckung bei einer Sortierung nach dem summierten Fondsvolumen nur einmal innerhalb der zehn gewichtigsten Beteiligungsmuster erscheint. Von den zehn Beteiligungsmustern mit dem größten summierten Fondsvolumen weist eine Mehrheit nur eine geringe Branchenabdeckung von maximal fünf unterschiedlich verteilten Beteiligungen auf. Es bestehen aber gegenläufige Interessen zwischen den beiden Beteiligungsmustern mit dem größten summierten Fondsvolumen (Muster 1 gegen Muster 2). Insgesamt zeigt sich in der Getränkeherstellungsbranche eine geringe Branchenabdeckung auf Fondsebene und ein diffuses Bild an Interessen, aus dem Interessenkonflikte zwischen den Fonds resultieren.

VII. Vergleich der Branchenergebnisse

1. Branchenabdeckung

Die Analyseergebnisse zur Branchenabdeckung lassen sich auf zwei Arten vergleichen. Zum einen können die ermittelten Zahlen zu den Beteiligungen in der untersuchten Branche verglichen werden (Tabelle 31). Zum anderen können die Beteiligungen in Verhältnis zu der Anzahl der Unternehmen der Branche gesetzt werden und so die prozentuale Branchenabdeckung verglichen werden (Tabelle 32). Beide Möglichkeiten liefern interessante Ergebnisse.

Aufgrund der unterschiedlichen Anzahl an Unternehmen in der Branche ist bei einem Vergleich der absoluten Anzahl an Beteiligungen Vorsicht geboten. Aussagekräftig ist nur der Vergleich des Modus für jede Branche, da ein Modus mit dem Wert 1 unabhängig von der Anzahl der Unternehmen in der Branche für ein Einzelinteresse ohne Verflechtung steht. Hier zeigt sich, dass von den in der Branche beteiligten ETFs die meisten an

einem oder an zwei Unternehmen beteiligt sind. Auch bei Branchen mit sehr vielen einbezogenen Unternehmen bleiben die meisten ETFs nur an einem oder zwei Unternehmen beteiligt. Alle ausgewerteten Branchen haben somit die Gemeinsamkeit, dass die meisten ETFs des Datensatzes ein Einzelinteresse oder ein Partikularinteresse an maximal zwei Unternehmen der Branche haben.

Tabelle 31: Branchenergebnisse in Anzahl der Beteiligungen

	Minimum	1. Quartil	Median	Arithmetisches Mittel	3. Quartil	Maximum	Modus	Gesamte Branche
Agrarchemie	1	1	2	2,03	2	5	2	7
Öl und Gas	1	2	3	4,28	5	16	1	20
Elektrizität	1	2	3	3,82	5	15	1,5	19
Finanzhandelspl.	1	1	3	4,85	7	18	1	20
Mobilfunk	1	1	2	4,77	8	16	1	18
Getränkeherst.	1	1	3	4,56	5	20	1	28

Vergleicht man die Auswertungsergebnisse nicht anhand der absoluten Zahlen der Beteiligungen, sondern anhand der prozentualen Branchenabdeckung, werden die Gemeinsamkeiten der Branchen im Hinblick auf die geringe Branchenabdeckung der meisten ETFs durch einen ähnlichen Wert für den Median bestätigt. Klammert man die Agrarchemiebranche mit ihren wenigen Unternehmen aus, liegt der Median der Branchenabdeckung in keiner Branche bei über 16 Prozent. In all diesen Branchen halten somit die Hälfte der untersuchten ETFs nur bis zu 16 Prozent der Unternehmen der Branche. Es zeigen sich aber Unterschiede zwischen den Branchen bei der Ausprägung der Verteilung von ETFs mit vielen Beteiligungen. Der Grenzwert für das obere Quartil schwankt zwischen 18 und 44 Prozent; das Maximum schwankt zwischen 71 und 90 Prozent. Während in der Getränkeherstellungsbranche das obere Quartil der ETFs eine Branchenabdeckung zwischen 18 und 71 Prozent erreichen, liegen diese Werte in der Mobilfunkbranche zwischen 44 und 89 Prozent. In der Mobilfunkbranche erreichen also wesentlich mehr ETFs eine größere Branchenabdeckung. Ein Viertel der ETFs erzielt in dieser Branche eine Abdeckung von über 44 Prozent, während in der Getränkeherstellungsbranche nur ein Viertel der ETFs überhaupt über eine Abdeckung von 18 Prozent hinauskommt.

Der Mittelwert (= arithmetisches Mittel) der Branchen liegt für das obere Quartil bei 30 Prozent und für das Maximum bei 80 Prozent. Median und

arithmetisches Mittel erreichen im Mittel nur 16 und 23 Prozent. So zeigen sich zwar Unterschiede zwischen den Branchen, insgesamt erreichen aber drei Viertel der ETFs eine Branchenabdeckung weit unter 50 Prozent und auch nicht einmal die Hälfte des Maximums.

Tabelle 32: Branchenergebnisse in prozentualer Abdeckung

	Minimum	1. Quartil	Median	Arithmetisches Mittel	3. Quartil	Maximum	Modus	Gesamte Branche (Unternehmen)
Agrarchemie	0,14	0,14	0,29	0,29	0,29	0,71	0,29	7
Öl und Gas	0,05	0,10	0,15	0,21	0,25	0,80	0,05	20
Elektrizität	0,05	0,11	0,16	0,20	0,26	0,79	0,08	19
Finanzhandelspl.	0,05	0,05	0,15	0,24	0,35	0,90	0,05	20
Mobilfunk	0,06	0,06	0,11	0,27	0,44	0,89	0,06	18
Getränkeherst.	0,04	0,04	0,11	0,16	0,18	0,71	0,04	28
Branchenmittelwert	0,06	0,08	0,16	0,23	0,30	0,80	0,09	18,67

2. Beteiligungsmuster

Beim Vergleich der Analyseergebnisse der Beteiligungsmuster fällt auf, dass es in keiner Branche Überschneidungen bei den Beteiligungen der beiden (manchmal auch drei) wichtigsten Beteiligungsmuster gibt. Die diesen Beteiligungsmustern zuzuordnenden ETFs haben gegensätzliche Interessen in Bezug auf die Branche. Auch gehören unabhängig von der Sortierung nach Anzahl oder summiertem Fondsvolumen immer auch Beteiligungsmuster mit nur einer Beteiligung zu den zehn wichtigsten Beteiligungsmustern.

Betrachtet man die Branchenabdeckung der wichtigsten Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen, sticht wie schon bei der vom Muster unabhängigen Branchenabdeckung die Mobilfunkbranche hervor. Mit 13 von 17 möglichen Beteiligungen geht das Beteiligungsmuster weit über die Anzahl der Beteiligungen der wichtigsten Muster in den anderen Branchen hinaus.

3. Mögliche Ursachen für Gemeinsamkeiten und Unterschiede

Auch wenn die Branchenabdeckung insgesamt niedrig ausgeprägt ist, lassen sich doch deutliche Unterschiede zwischen einzelnen Branchen erken-

nen. Diese Unterschiede könnten auf die Besonderheiten der Aktienindizes zurückgehen, die den ETFs zugrunde liegen. Die wichtigsten Aktienindizes der Welt repräsentieren einen nationalen Aktienmarkt (wie z. B. S&P500 oder DAX40), den Aktienmarkt einer Region (wie z. B. Euro STOXX 50) oder alle Aktienmärkte der Industrieländer (wie z. B. MSCI World). Diese Aktienindizes werden von Großunternehmen beherrscht. Je regionaler eine Branche in Bezug auf ihre wichtigsten Unternehmen aufgestellt ist, und je größer diese Unternehmen sind, desto wahrscheinlicher ist es, dass diese Unternehmen sich in den gleichen Indizes und somit auch in den gleichen ETFs wiederfinden.

Die regionale Aufteilung ist auch eine wahrscheinliche Erklärung für die Gegensätzlichkeit der beiden wichtigsten Beteiligungsmuster in jeder Branche. Dort zeigt sich die Aufteilung der Unternehmen zwischen den zwei wichtigsten Wirtschaftsregionen der Industrieländer, nämlich Europa und Nordamerika.

F. Gesamtwürdigung der Ergebnisse

Aufgrund der geringen Branchenabdeckung auf Ebene der ETFs sowie der starken Interessenkonflikte zwischen ihnen bestehen erhebliche Zweifel an einem Gesamtbrancheninteresse innerhalb des untersuchten Datensatzes.

Zur Erinnerung wird darauf hingewiesen, dass die Analyse eine ausschließlich deskriptive Methode verfolgt und keine Korrelationen zur Überprüfung von Hypothesen ermittelt werden. Mit den zwei Auswertungsansätzen, zum einen der Betrachtung der statistischen Verteilung der Anzahl der Branchenbeteiligungen und zum anderen der Gruppierung nach Beteiligungsmustern, sollen die Eigenschaften der Branchenabdeckung beschrieben werden. Auf diese Weise wird eine Datengrundlage für die Bewertung der Grundannahme des Gesamtbrancheninteresses ermittelt, auf der die kartellrechtliche Schadenstheorie fußt. Die Aussagen beziehen sich nur auf den ausgewerteten Datensatz. Nichtsdestotrotz werden im Folgenden auch Überlegungen zur Übertragbarkeit auf andere Vermögensverwalter angestellt.

I. Zweifel am Gesamtbrancheninteresse

Eine Grundannahme der kartellrechtlichen Schadenstheorie zu indirekten Horizontalverflechtungen ist, dass der horizontal-diversifizierte Großaktionär ein Interesse am Zusammenwirken seiner Portfoliounternehmen in einer Branche (ein Gesamtbrancheninteresse) aufweist.⁷³² Die Auswertungsergebnisse für den Datensatz nähren jedoch erhebliche Zweifel an einem Gesamtbrancheninteresse des größten Vermögensverwalters der Welt, der regelmäßig als Beispiel für die Gefahren und das Ausmaß indirekter Horizontalverflechtungen herangezogen wird. Wie bereits ausgeführt unterliegen Vermögensverwalter als Treuhänder Interessenwahrungspflichten. Sie müssen jeden Fonds im Interesse seiner Anleger verwalten.⁷³³ Auf Fondsebene fällt aber eine geringe Branchenabdeckung der Fonds mit Interessenkonflikten zwischen diesen zusammen, was eine gemeinsame Betrachtung ihrer Beteiligungen auf Verwalterebene unmöglich erscheinen lässt. In der Konsequenz entfällt damit (jedenfalls für den untersuchten Teil des von BlackRock verwalteten Vermögens) das Gesamtbrancheninteresse.

1. Geringe Branchenabdeckung der einzelnen ETFs

Zwar unterscheidet sich die Branchenabdeckung auf Fondsebene zwischen den untersuchten Branchen. Die Schwankung bewegt sich aber im Bereich einer geringen bis höchstens mittelstarken Branchenabdeckung, die weit hinter der auf Verwalterebene zurückbleibt. Augenfällig wird dies an der stark rechtsschiefen Verteilung in den grafischen Darstellungen für jede Branche. Die zugrundeliegenden Daten zeigen, dass der Median in keiner Branche über drei Beteiligungen hinausgeht, obwohl die Branchen auf Verwalterebene mit bis zu 25 Unternehmen abgedeckt werden. Besonders auffällig ist auch, dass in keiner der Branchen auch nur ein ETF die gleiche Branchenabdeckung erreicht wie BlackRock als Einheit unter Zusammenrechnung aller untersuchten ETFs. Die Auswertung der Modi offenbart, dass die meisten ETFs nur ein oder zwei Beteiligungen in der jeweiligen Branche halten.

Es ist daher festzuhalten, dass nur eine Minderheit der ETFs eine weite Branchenabdeckung aufweist. Die meisten ETFs halten nur ein oder wenige

732 Siehe hierzu Drittes Kapitel B. II. 2. d) bb).

733 Siehe hierzu Fünftes Kapitel B. I. 1. b).

Unternehmen der Branche. Die Mehrheit der ETFs ist somit nicht nur weit von einem Gesamtbrancheninteresse entfernt, viele von ihnen haben im Gegenteil sogar nur ein Einzelinteresse an einem Unternehmen aus der Branche.

2. Interessenkonflikte durch unterschiedliche Beteiligungsmuster

Die Auswertung hat erhebliche Interessenkonflikte zwischen den ETFs zutage gefördert. Interessenkonflikte bestehen, wenn keine Überschneidungen in den Beteiligungsmustern der ETFs vorliegen. Daher ist Bedingung für die gemeinsame Betrachtung von ETFs auf Verwalterebene, dass diese die gleichen Portfoliounternehmen halten, also das gleiche Beteiligungsmuster aufweisen. Unabhängig davon, ob man die Beteiligungsmuster nach der Anzahl der ETFs mit dem gleichen Muster oder nach dem summierten Fondsvolumen der ETFs mit dem gleichen Muster sortiert, weisen die zwei wichtigsten Beteiligungsmuster in jeder untersuchten Branche keinerlei Überschneidung auf. In über der Hälfte der Fälle gilt dies sogar für die drei wichtigsten Beteiligungsmuster. Auch zwischen den übrigen Beteiligungsmustern bestehen häufig große Unterschiede.

Insgesamt zeigt sich ein diffuses Bild an Interessen in Bezug auf die Unternehmen der Branche. Zusätzlich besteht mindestens eine, in manchen Fällen sogar zwei klare Trennlinien zwischen den wichtigsten Beteiligungsmustern, wodurch erhebliche Interessenkonflikte hervorgerufen werden.

3. Zusammenwirken von Branchenabdeckung und Interessenkonflikten

Die Interessenkonflikte verstärken das Bild des fehlenden Gesamtbrancheninteresses auf Verwalterebene. So können zum Beispiel zwei Fonds, die jeweils drei Unternehmen der Branche halten, an drei völlig verschiedenen Unternehmen beteiligt sein. Das Bild der geringen Branchenabdeckung wird somit durch die Interessenkonflikte noch einmal intensiviert. Das Ergebnis lässt sich folgendermaßen zusammenfassen: Nur wenige ETFs halten viele Unternehmen einer Branche, während sie gleichzeitig unterschiedliche Unternehmen halten. Die Herleitung eines gemeinsamen Interesses in Bezug auf die untersuchten Branchen (oder auch nur einen Teil der Branche) ist unmöglich.

II. Einschränkungen der Aussagekraft

Bei der Interpretation der Ergebnisse müssen verschiedene Einflussfaktoren berücksichtigt werden, die verschiedenen Stufen zugeordnet werden können. Der Datensatz ist auf ETFs fokussiert, was einen Einfluss auf die Ergebnisse haben kann. Gleiches gilt für die Auswahl der ausgewerteten Branchen. Zuletzt muss die Aussagekraft der Fondsgröße bei der Beurteilung Auswertungsergebnisse kritisch betrachtet werden.

1. Auf ETFs fokussierter Datensatz

Der Datensatz enthält ausschließlich ETFs. Damit bildet er die Verwaltungstätigkeit von BlackRock nur unvollständig ab, weil aktive Fonds und individuelle Vermögensverwaltungsmandate nicht betrachtet werden.⁷³⁴

Bei der Einschränkung der Grundgesamtheit der Untersuchung auf ETFs handelt es sich um eine bewusste Entscheidung, die individuelle Mandate aufgrund der fehlenden Datenverfügbarkeit und aktive Fonds aufgrund der Gestaltungsfreiheit des Vermögensverwalters bei der Portfoliozusammensetzung ausklammert.⁷³⁵ Der Großteil des von BlackRock verwalteten Vermögens liegt in ETFs. Für diesen Teil können mithilfe der Auswertung des Datensatzes Aussagen getroffen werden. Grundsätzlich ändern sich die Portfoliozusammensetzungen der ETFs nur selten und geringfügig, weil die Zusammensetzung der großen Indizes keinen großen Schwankungen unterliegt. Einschränkend sei dazu angemerkt, dass sogenannte Faktor-ETFs theoretisch ihr Portfolio erheblich umschichten können. Bei Faktor-ETFs werden manche Merkmale anders gewichtet als im Ausgangsindex, der im Regelfall den Anteil anhand der Marktkapitalisierung ermittelt. Beispiele für solche Faktoren sind Momentum oder Value. Bei einem Momentum-Faktor werden die Aktien stärker gewichtet, die im Zeitraum vor der Indexberechnung besonders hohe Kursgewinne verzeichnen konnten. Ein Value-Faktor-ETF gewichtet solche Unternehmen besonders stark, die im Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) oder Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) im Vergleich zu den anderen Unternehmen des Indexes besonders günstige Werte aufweisen. So wählt zum Beispiel der iShares Focused Value Factor-

734 Zur Geschäftstätigkeit von BlackRock siehe Sechstes Kapitel B. I.

735 Siehe hierzu Sechstes Kapitel B. II.

ETF⁷³⁶ nur 40 large- oder mid-cap US-Werte aus einer Vielzahl an möglichen Unternehmen nach diesem Prinzip aus. Insbesondere unter den in den USA zugelassenen ETFs von BlackRock gibt es viele Faktor-ETFs, deren Portfolio im Laufe der Zeit stark variieren kann. Der große Unterschied im Vergleich zu aktiv gemanagten Fonds ist jedoch, dass der Vermögensverwalter auch bei Faktor-ETFs nicht über die Zusammensetzung des Fonds entscheidet. Die Bestimmung der enthaltenen Unternehmen aufgrund des Faktors wird von den Indexanbietern berechnet. Der Vermögensverwalter hat keinen Einfluss auf die Branchenabdeckung und das Bestehen oder Nichtbestehen von Interessenkonflikten zwischen diesen ETFs. Das Fondsvolumen der Faktor-ETFs ist verglichen mit den „klassischen“ ETFs auf die wichtigen Indizes auch nur gering.

2. Auswahl der Branchen

Die Auswahl der Branche hat Einfluss auf die Auswertungsergebnisse. Obwohl Unterschiede zwischen den Branchen zu erwarten sind, bewegen sie sich in einem überschaubaren Rahmen. Es ist jedoch nicht ausgeschlossen, dass es Branchen gibt, in denen die Branchenabdeckung erheblich über derjenigen der untersuchten Branchen liegt. Unter Berücksichtigung der Ergebnisse der durchgeführten Analyse wären dies voraussichtlich Branchen, in denen nur wenige Unternehmen tätig sind, die alle börsennotiert und im gleichen Index enthalten sind. Nach der Konzeption der meisten Indizes müssten sie dafür ihren Sitz in derselben Region haben und eine ähnliche Größe im Sinne der Marktkapitalisierung aufweisen.

3. Auswirkung des Fondsvolumens

Hinter der Sortierung der Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen steht der Gedanke, dass bei einem größeren Fondsvolumen ebenfalls die Beteiligungen an den einzelnen Unternehmen größer ausfallen. Dieser Schlussfolgerung muss bei der Interpretation der Ergebnisse in einem Punkt eingeschränkt werden. Denn im Vergleich zwischen Fonds gilt sie nur, wenn beide Fonds gleich viele Unternehmen enthalten. Je mehr Beteiligungen ein Fonds hält, desto kleiner werden bei einem gleichbleiben-

736 Im Datensatz unter dem Kürzel US_FOVL geführt.

dem Fondsvolumen auch die Einzelbeteiligung an den Unternehmen. Viele großvolumige ETFs des Datensatzes basieren auf weltweiten Indizes wie dem MSCI World, die viele Positionen enthalten. Nichtsdestotrotz bietet die Gewichtung nach summiertem Fondsvolumen im Zusammenspiel mit der Anzahl der ETFs mit dem gleichen Fondsvolumen einen guten Eindruck über die Verflechtungen.

III. Übertragbarkeit auf andere horizontal-diversifizierte Großaktionäre der Vermögensverwaltungsbranche

Wie bereits festgestellt, strebt die Untersuchung nicht die Aufstellung allgemeingültiger Thesen für Vermögensverwalter als horizontal-diversifizierte Großaktionäre an. Dafür müsste eine Auswertung, wie sie in dieser Arbeit erfolgt ist, für jeden großen Vermögensverwalter vorgenommen werden. Trotzdem können auf Grundlage der Ergebnisse der exemplarischen Auswertung BlackRocks Überlegungen über ein Gesamtbrancheninteresse anderer Vermögensverwalter angestellt werden.

Vermögensverwalter können unterschiedliche Geschäftsstrategien bei der Gestaltung und Auflage ihrer Fonds verfolgen. Die Feststellung eines gering ausgeprägten Gesamtbrancheninteresses bei einem Vermögensverwalter muss sich daher nicht zwangsweise auf andere Vermögensverwalter übertragen lassen. Es lassen sich jedoch Rückschlüsse auf solche Vermögensverwalter ziehen, die BlackRock in ihrem Geschäftsmodell organisatorisch ähneln. Das ist bei einem einflussreichen Teil der Vermögensverwaltungsbranche der Fall. Die zwei nach Größe folgenden Vermögensverwalter Vanguard und State Street sind dem Branchenprimus BlackRock sehr ähnlich, sodass die Untersuchung der Fondsstrukturen von BlackRock auch einen Rückschluss auf geringe Branchenabdeckungen und Interessenkonflikte innerhalb ihrer Fondstrukturen zulassen dürfte. Die *Big Three* arbeiten hauptsächlich mit passiven Anlagestrategien und gehören zu den wichtigsten Akteuren auf dem Markt für ETFs.⁷³⁷ Die meisten ETFs orientieren sich an den gängigen Aktienindizes, sodass mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Analyse der Fondstrukturen von Vanguard oder State Street zu ähnlichen Ergebnissen kommen würde. Gleiches gilt für alle anderen Vermögensverwalter, die hauptsächlich passive Anlagestrategien verfolgen.

737 Siehe für eine detailliertere Beschreibung der *Big Three* Viertes Kapitel C. I. 1. a) cc).

Die *Big Three* gehören bei der Betrachtung nahezu jedes börsennotierten Unternehmens zu den größten horizontal-diversifizierten Großaktionären.⁷³⁸ Dies gilt insbesondere in den USA, aber auch in Europa. Sie wären somit aus Sicht des Wettbewerbs die größten Gefährder. Diese Arbeit zeigt jedoch, dass bei BlackRock kein Gesamtbrancheninteresse besteht. Die Auswertungsergebnisse für BlackRock legen außerdem ein fehlendes Gesamtbrancheninteresse bei Vanguard und State Street jedenfalls nahe.

G. Zwischenergebnis zum Sechsten Kapitel

Im Sechsten Kapitel wurde mit einer empirisch-quantitativen Analyse unter Verwendung deskriptiver Statistik gezeigt, dass Interessenkonflikte zwischen den untersuchten ETFs von BlackRock in allen sechs untersuchten Branchen bestehen. Diese werden dadurch verstärkt, dass die Branchenabdeckung in den Fondsportfolios in den meisten Fällen nur gering ausfällt. Für den untersuchten Teil des von BlackRock verwalteten Vermögens entfällt somit das einheitliche Interesse, das der Annahme des Gesamtbrancheninteresses zugrunde liegt. Durch den Entfall des Gesamtbrancheninteresses innerhalb des großen durch ETFs verwalteten Teils des Kundenvermögens bestehen Zweifel an einem Gesamtbrancheninteresse BlackRocks als gesamter Einheit. Es ist daher nicht zu erwarten, dass BlackRock auf eine einheitliche Wettbewerbsstrategie in einer Branche drängt.

Die Auswertungsergebnisse nähren darüber hinaus Zweifel am Gesamtbrancheninteresse der großen Vermögensverwalter im Allgemeinen. Da alle in Fonds organisiert sind und eine Vielzahl möglicher Anlageschwerpunkte abdecken, besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass auch bei anderen Verwaltern Interessenkonflikte zwischen den Fonds einem Gesamtbrancheninteresse entgegenstehen könnten. Um dies mit Sicherheit sagen zu können, müssten aber auch deren Fondsportfolios ausgewertet werden.

Schlussendlich ist festzuhalten, dass die Grundannahme des Gesamtbrancheninteresses im Rahmen der Schadenstheorie zu indirekten Horizontalverflechtungen für Vermögensverwalter in der bisher häufig vorgebrachten Allgemeinheit nicht zu halten ist. Die Schadenstheorie scheint nicht auf ihren Hauptanwendungsfall zu passen.

738 Siehe hierzu Zweites Kapitel C.

Siebttes Kapitel: Fazit

A. Erkenntnisse für die Schadenstheorie

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

B. Lehren für den Gesetzgeber

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

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

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

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

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

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

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

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

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

C. Lehren für die Rechtsdurchsetzung

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

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

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

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

D. Blick in die Zukunft

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

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

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

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

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

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

Literaturverzeichnis

- Amazon.com Inc.*, Proxy Statement, 2021, abrufbar unter <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001018724/2975fdf9-395e-44aa-93e6-1568f701b4b8.pdf>
- Antón, Miguel/Ederer, Florian/Giné, Mireia/Schmalz, Martin C.*, Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives, 131 *Journal of Political Economy* 2023, S. 1294-1355
- Antón, Miguel/Ederer, Florian/Giné, Mireia/Schmalz, Martin C.*, Innovation: The Bright Side of Common Ownership?, SSRN Working Paper, 2024, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=3099578>
- Arlen, Jennifer*, The Essential Role of Empirical Analysis in Developing Law and Economics Theory, 38 *Yale Journal on Regulation* 2021, S. 480-502
- Aslan, Hadiye/Kumar, Praveen*, The product market effects of hedge fund activism, 119 *Journal of Financial Economics* 2016, S. 226-248
- Augsberg, Ino*, Von einem neuerdings erhobenen empiristischen Ton in der Rechtswissenschaft, 51 *Der Staat* 2012, S. 117-125
- Azar, José/Raina, Sahil/Schmalz, Martin C.*, Ultimate Ownership and Bank Competition, 51 *Financial Management* 2022, S. 227-269
- Azar, José/Schmalz, Martin C./Tecu, Isabel*, Anticompetitive Effects of Common Ownership, 73 *The Journal of Finance* 2018, S. 1513-1565
- Backus, Matthew/Conlon, Christopher/Sinkinson, Michael*, Common Ownership and Competition in the Ready-To-Eat Cereal Industry, NBER Working Paper No. 28350, 2021, abrufbar unter <https://www.nber.org/papers/w28350>
- Backus, Matthew/Conlon, Christopher/Sinkinson, Michael*, Common Ownership in America: 1980-2017, 13 *American Economic Journal: Microeconomics* 2019
- Baker, Jonathan B.*, Overlapping financial investor ownership, market power, and anti-trust enforcement: My qualified agreement with Professor Elhauge, 129 *Harvard Law Review Forum* 2016, S. 212-232
- Bassler, Moritz*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen: Inhalt und rechtliche Grenzen des institutionellen Anlegeraktivismus, Baden-Baden 2015
- Bebchuk, Lucian A./Cohen, Alma/Hirst, Scott*, The Agency Problems of Institutional Investors, 31 *Journal of Economic Perspectives* 2017, S. 89-112
- Bebchuk, Lucian A./Hirst, Scott*, Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy, 119 *Columbia Law Review* 2019, S. 2029-2145
- Bebchuk, Lucian A./Hirst, Scott*, The Specter of the Giant Three, 99 *Boston University Law Review* 2019, S. 721-741
- Benicke, Christoph*, Pflichten des Vermögensverwalters beim Investitionsprozess, *ZGR* 2004, S. 760-812

- Berkshire Hathaway Inc.*, 2020 Annual Report, 2021, abrufbar unter <https://www.berkshirehathaway.com/2020ar/2020ar.pdf>
- Bester, Helmut*, Theorie der Industrieökonomik, 7. Auflage, Berlin 2017
- Biontech SE*, Annual Report 2020, 2021, abrufbar unter <https://biontechse.gcs-web.com/static-files/1b7360ae-c478-4d8f-bc7e-f0acc5316017>
- BlackRock*, Annual Report 2019, 2020, abrufbar unter https://s24.q4cdn.com/856567660/files/doc_financials/2019/ar/BlackRock-2019-Annual-Report.pdf
- BlackRock*, Viewpoint: BlackRock: Weltweit führend im Vermögens- und Risikomanagement, 2019, abrufbar unter <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/ger-blackrock-weltweit-fuehrend-im-vermoegens-und-risikomanagement.pdf>
- Bogenreuther, Manuel*, Selbstbevorzugung auf Plattformmärkten - Eine systematische Einordnung des Falls Google Search (Shopping), Baden-Baden 2022
- Böhm, Franz*, Das Problem der privaten Macht, in: Goldschmidt, Hans/Wohlgemuth, Michael (Hrsg.), Grundtexte zur Freiburger Tradition der Ordnungsökonomik, Tübingen 2008, S. 49-70
- Boston Consulting Group*, Global Asset Management 2020: Protect, Adapt, and Innovate, 2020, abrufbar unter https://web-assets.bcg.com/img-src/BCG-Global-Asset-Management-2020-May-2020-r_tcm9-247209.pdf
- Bourier, Günther*, Beschreibende Statistik: Praxisorientierte Einführung - Mit Aufgaben und Lösungen, 13. Auflage, Wiesbaden 2019
- Bresnahan, Timothy/Salop, Steven C.*, Quantifying the competitive effects of production joint ventures, 4 International Journal of Industrial Organization 1986, S. 155-175
- Buffet, Warren E.*, Berkshire - Past, Present and Future, in: Berkshire Hathaway Inc. (Hrsg.), 2014 Annual Report, 2015, S. 24-38, abrufbar unter <https://www.berkshirehathaway.com/2014ar/2014ar.pdf>
- Bundesministerium für Wirtschaft und Energie*, Entwurf eines Zehnten Gesetzes zur Änderung des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen für ein fokussiertes, proaktives und digitales Wettbewerbsrecht 4.0 (GWB-Digitalisierungsgesetz), 2020, abrufbar unter <https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Downloads/G/gwb-digitalisierungsgesetz-referentenentwurf.pdf>
- Bunte, Hermann-Josef* (Hrsg.), Kartellrecht - Kommentar, 14. Auflage, München 2021
- Burkschat, Marco/Cramer, Erhard/Kamps, Udo*, Beschreibende Statistik: Grundlegende Methoden der Datenanalyse, 2. Auflage, Berlin, Heidelberg 2012
- Çelik, Serdar/Isaksson, Mats*, Institutional investors and ownership engagement, 2013/2 OECD Journal: Financial Market Trends 2013, S. 93-114
- Chandler, William B.*, On the Instructiveness of Insiders, Independents, and Institutional Investors, 67 University of Cincinnati Law Review 1999, S. 1083-1098
- Clark, John Maurice*, Competition as a Dynamic Process, Washington 1963
- Clark, John Maurice*, Toward a Concept of Workable Competition, 30 The American Economic Review 1940, S. 241-256
- Cleff, Thomas*, Deskriptive Statistik und Explorative Datenanalyse: Eine computergestützte Einführung mit Excel, SPSS und STATA, 5. Auflage, Wiesbaden 2015

- Creifelds kompakt = Creifelds kompakt, Rechtswörterbuch, herausgegeben von Weber, Klaus, 4. Auflage, München 2021
- Davies, E. Philip/Steil, Benn, Institutional Investors, Cambridge 2001
- Davis, Gerald F., After the Corporation, 41 Politics & Society 2013, S. 283-308
- De La Cruz, Adriana/Medina, Alejandra/Tang, Yun, Owners of the World's Listed Companies, OECD Capital Market Series, OECD Capital Market Series, 2019, abrufbar unter <http://www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm>
- DIRK/IHS Markit, Investoren der Deutschland AG 7.0 - Who owns the German DAX?, 2020, abrufbar unter <https://www.dirk.org/wp-content/uploads/2020/11/200608-Investoren-der-Deutschland-AG-7-0-Who-owns-the-German-DAX.pdf>
- DIRK/IPREO, Investoren der Deutschland AG 5.0 - Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX 30, 2018, abrufbar unter https://www.dirk.org/wp-content/uploads/2020/11/Investoren_der_Deutschland_AG_5-0_DAX-Studie-2018_Ipreo_DIRK.pdf
- Edmans, Alex/Holderness, Clifford G., Blockholders: A Survey of Theory and Evidence, in: Hermalin, Benjamin E./Weisbach, Michael S. (Hrsg.), The Handbook of the Economics of Corporate Governance, 2017, S. 541-636
- Eidenmüller, Horst, Regulierung von Finanzinvestoren, DStR 2007, S. 2116-2121
- Elhauge, Einer, The Causal Mechanisms of Horizontal Shareholding, 82 Ohio State Law Journal 2021, S. 1-75
- Elhauge, Einer, Horizontal Shareholding, 129 Harvard Law Review 2016, S. 1267-1317
- Elhauge, Einer, How Horizontal Shareholding Harms Our Economy - And Why Anti-trust Law Can Fix It, 10 Harvard Business Law Review 2020, S. 207-286
- Ellenberger, Jürgen/Bunte, Hermann-Josef (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, Band I, 6. Auflage, München 2022
- Emde, Thomas/Dornseifer, Frank/Dreibus, Alexandra (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch Kommentar, 2. Auflage, München 2019
- Epstein, Lee/King, Gary, The Rules of Inference, 69 The University of Chicago Law Review 2002, S. 1-133
- Europäische Kommission, Annex to the Commission Staff Working Document Towards More Effective EU Merger Control, SWD(2013) 239 final, 2013, abrufbar unter <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2013/EN/SWD-2013-239-F1-EN-MAIN-PART-2.PDF>
- Europäische Kommission, Weissbuch: Eine wirksamere EU-Fusionskontrolle, COM(2014) 449 final, 2014, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0449&from=DE>
- Eurostat, NACE Rev. 2 - Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft, Luxemburg 2008
- Fabozzi, Frank J., Capital Markets, Cambridge 2015
- Fama, Eugene F., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, 25 The Journal of Finance 1970, S. 383-417

- Fehrenbach, Andreas*, Verstärkte Nutzung von ETFs bei Institutionellen in der Krise, ZfgK 2009, S. 784-785
- Fichtner, Jan/Heemskerk, Eelke M./Garcia-Bernardo, Javier*, Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk, 19 Business and Politics 2017, S. 298-326
- Finkelstein, Michael O.*, Quantitative Methods in Law: Studies in the Application of Mathematical Probability and Statistics to Legal Problems, New York 1978
- Flath, David*, When Is It Rational for Firms to Acquire Silent Interests in Rivals?, 9 International Journal of Industrial Organization 1991, S. 573-583
- Florstedt, Tim*, Aktionärsvoten zur Vergütung und Common Ownership, ZIP 2019, S. 1693-1698
- Fos, Vyacheslav/Tsoutsoura, Margarita*, Shareholder Democracy in Play: Career Consequences of Proxy Contests, 114 Journal of Financial Economics 2014, S. 316-340
- Frazzani, Simona/Noti, Kletia/Schinkel, Marteen Pieter/Seldeslachts, Jo/Banal-Estañol, Albert/Boot, Nuria/Angelici, Carlo*, Barriers to Competition through Common Ownership by Institutional Investors, Study for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, 2020, abrufbar unter [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/652708/IPOL_STU\(2020\)652708_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/652708/IPOL_STU(2020)652708_EN.pdf)
- Gabler Wirtschaftslexikon - Band F-J = Gabler Wirtschaftslexikon, herausgegeben von Springer Fachmedien Wiesbaden, Band F-J, 19. Auflage, Wiesbaden 2019
- Gabler Wirtschaftslexikon - Band K-O = Gabler Wirtschaftslexikon, herausgegeben von Springer Fachmedien Wiesbaden, Band K-O, 19. Auflage, Wiesbaden 2019
- Gabler Wirtschaftslexikon - Band T-Z = Gabler Wirtschaftslexikon, herausgegeben von Springer Fachmedien Wiesbaden, Band T-Z, 19. Auflage, Wiesbaden 2019
- Garrido, José M.*, Optimism and Pessimism: Complementary Views on the Institutional Investors' Role in Corporate Governance, in: Hopt, Klaus J./Wymeersch, Eddy (Hrsg.), Capital Markets and Company Law, New York 2003, S. 449-458
- Gasser, Lucas*, Der Marktstrukturmissbrauch in der Plattformökonomie - Informationsasymmetrien als Ausgangspunkt eines Verstoßes gegen Art. 102 AEUV, Baden-Baden 2021
- Gassler, Martin*, Non-Controlling Minority Shareholdings and EU Merger Control, World Competition 2018, S. 3-42
- Gibbon, Alexandra J./Schain, Jan Philip*, Rising Markups, Common Ownership, and Technological Capacities, DICE Discussion Paper No. 340, 2020, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=3622912>
- Gilje, Erik P./Gormley, Todd A./Levit, Doron*, Who's paying attention? Measuring common ownership and its impact on managerial incentives, 137 Journal of Financial Economics 2020, S. 152-178
- Gilo, David*, The Anticompetitive Effect of Passive Investment, 99 Michigan Law Review 2000, S. 1-47
- Gilo, David*, Passive Investment, 3 Issues in Competition Law and Policy 2008, S. 1637-1660

- Ginsburg, Douglas H./Klovers, Keith, Common sense about common ownership, *Concurrences Review* N° 2-2018, Art. N° 86847, 2018, abrufbar unter www.concurrences.com
- Gonnard, Eric/Kim, Eun Jung/Ynesta, Isabelle, Recent Trends in Institutional Investors Statistics, *OECD Journal: Financial Market Trends* 2008/2, S. 299-320
- Gouvernement Pension Investment Fund (GPIF), Investment results for 3Q of fiscal 2020, 2020, abrufbar unter https://www.gpif.go.jp/en/performance/2020_3Q_0426_eg.pdf
- Grabitz/Hilf/Nettesheim = Das Recht der Europäischen Union, Band I, EUV/AEUV, herausgegeben von Nettesheim, Martin, 78. Auflage, 2023
- Gräfer, Jens, Die Erfassung von Minderheitsbeteiligungen durch das Europäische Wettbewerbsrecht, Frankfurt am Main 2004
- Graßl, Bernd/Nikoleyczik, Tobias, Shareholder Activism und Investor Activism, AG 2017, S. 49-60
- Grigoleit, Hans Christoph (Hrsg.), Aktiengesetz Kommentar, 2. Auflage, München 2020
- Gröntgen, Florian, Operativer shareholder activism - Eine rechtliche Analyse des Zusammenspiels von aktivistischen Aktionären und Verwaltungsorganen unter Einbeziehung von Aktionärsrechterichtlinie und ARUG II (RegE), Köln 2020
- Habersack, Mathias/Mülbert, Peter O./Schlitt, Michael (Hrsg.), Handbuch der Kapitalinformation, 3. Auflage, München 2020
- Häder, Michael, Empirische Sozialforschung: Eine Einführung, 4. Auflage, Wiesbaden 2019
- Harrer, Andreas, Exchange Traded Funds (ETFs): Eine ökonomische und rechtliche Analyse der Chancen, Risiken und Regulierungsmöglichkeiten im Investmentrecht, Baden-Baden 2016
- Hauber, Steffen, Der Stimmrechtsberater in der Unternehmensverfassung der deutschen Aktiengesellschaft - Zugleich ein Beitrag zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie II, Baden-Baden 2020
- Hayek, Friedrich A. von, Der Wettbewerb als Entdeckungsverfahren, Kiel 1968
- He, Jie (Jack)/Huang, Jiekun, Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings, 30 *The Review of Financial Studies* 2017, S. 2674-2718
- Heise, Michael, The Past, Present, and Future of Empirical Legal Scholarship: Judicial Decision Making and the New Empiricism, *University of Illinois Law Review* 2002, S. 819-850
- Hell, Patrick, Institutionelle Investoren, Stewardship und ESG, NZG 2019, S. 338-342
- Hellbrück, Reiner, Angewandte Statistik mit R: Eine Einführung für Ökonomen und Sozialwissenschaftler, 3. Auflage, Wiesbaden 2016
- Hemphill, C. Scott/Kahan, Marcel, The Strategies of Anticompetitive Common Ownership, 129 *The Yale Law Journal* 2020, S. 1392-1459
- Hicks, John R., Annual Survey of Economic Theory: The Theory of Monopoly, 3 *Econometrica* 1935, S. 1-20
- Holderness, Clifford G., The Myth of Diffuse Ownership in the United States, 22 *The Review of Financial Studies* 2009, S. 1377-1408

- Holland, Heinrich/Scharnbacher, Kurt, Grundlagen der Statistik: Datenerfassung und -darstellung, Maßzahlen, Indexzahlen, Zeitreihenanalysen, 8. Auflage, Wiesbaden 2010
- Hoppmann, Erich, Zum Problem einer wirtschaftspolitisch praktikablen Definition des Wettbewerbs, in: Schneider, Hans K. (Hrsg.), Grundlagen der Wettbewerbspolitik, Berlin 1968, S. 9-49
- Immenga, Ulrich, Ökonomie und Recht in der europäischen Wirtschaftspolitik, ZWeR 2006, S. 346-366
- Immenga, Ulrich, Wettbewerbsbeschränkungen durch Minderheitsbeteiligungen, in: Andreae, Clemens-August/Kirchhoff, Jochen/Pfeiffer, Gerd (Hrsg.), Wettbewerb als Herausforderung und Chance - Festschrift für Werner Benisch, Köln 1989, S. 327-338
- Immenga/Mestmäcker = Wettbewerbsrecht, Band 1: EU - Kommentar zum Europäischen Kartellrecht, herausgegeben von Körber, Thorsten/Schweitzer, Heike/Zimmer, Daniel, 7. Auflage, München 2025
- Immenga/Mestmäcker = Wettbewerbsrecht, Band 2: GWB - Kommentar zum Deutschen Kartellrecht, herausgegeben von Körber, Thorsten/Schweitzer, Heike/Zimmer, Daniel, 7. Auflage, München 2024
- Inderst, Roman/Thomas, Stefan, Common Ownership and Mergers Between Portfolio Companies, 42 World Competition 2019, S. 551-576
- iShares III PLC, Jahresbericht und geprüfter Jahresabschluss, 2020, abrufbar unter <https://www.ishares.com/de/privatanleger/de/literature/annual-report/ishares-iii-plc-annual-report-june-2020-emea-de.pdf>
- Isikay, Okan, Das passing-on in der praktischen Handhabung durch die deutschen Gerichte, WuW 2020, S. 650-655
- Jäger, Axel, Thema Börse (8): Investor Relations und Publizität, NGZ 2000, S. 186-189
- Kantzenbach, Erhard, Die Funktionsfähigkeit des Wettbewerbs, 2. Auflage, Göttingen 1967
- Kirchhoff, Götz J., Einsatz von ETFs in der Kapitalanlage institutioneller Investoren, in: Everling, Oliver/Kirchhoff, Götz J. (Hrsg.), Exchange Traded Fund Rating: Marktüberblick, Einsatzkriterien und Praxiseinsatz, Köln 2011, S. 29-46
- Kling, Michael/Thomas, Stefan, Kartellrecht, 2. Auflage, München 2016
- Klumpe, Gerhard/Thiede, Thomas, Ergänzende Überlegungen zu Lukas Rengier, Kartellschadensersatz in Deutschland, NZKart 2019, S. 136-139
- Koch, Jens, Aktiengesetz, 19. Auflage, 2025
- Kölner Kommentar AktG = Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band 9, Teilband 3, herausgegeben von Noack, Ulrich/Zetzsche, Dirk, 4. Auflage, Hürth 2023
- Kühn, Hendrik, Nicht kontrollierende Minderheitsbeteiligungen in der EU-Fusionskontrolle, Baden-Baden 2017

- Kuntz, Thilo, Das Recht der Interessenwahrungsverhältnisse und Perspektiven von Fiduciary Law in Deutschland - Zugleich ein Beitrag zum Verhältnis von öffentlichem Recht und Privatrecht am Beispiel der wertpapierhandelsrechtlichen Wohlverhaltenspflichten und der Geschäftsleiterhaftung, in: Boele-Woelki, Katharina/Faust, Florian/Jacobs, Matthias/Kuntz, Thilo/Röthel, Anne/Thorn, Karsten/Weitemeyer, Birgit (Hrsg.), Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag, Band I, München 2019, S. 761-781
- Künzler, Adrian, Effizienz oder Wettbewerbsfreiheit? - Zur Frage nach den Aufgaben des Rechts gegen private Wettbewerbsbeschränkungen, Tübingen 2008
- Lambert, Thomas A./Sykuta, Michael E., The Case for Doing Nothing About Institutional Investors' Common Ownership of Small Stakes in Competing Firms, 13 Virginia Law and Business Review 2019, S. 213-278
- Langenbucher, Katja, Aktien- und Kapitalmarktrecht - Ein Studienbuch, 4. Auflage, München 2018
- Langenbucher, Katja/Bliesener, Dirk H./Spindler, Gerald (Hrsg.), Bankrechts-Kommentar, 3. Auflage, 2020
- Lawless, Robert M./Robbennolt, Jennifer K./Ulen, Thomas, Empirical Methods in Law, 2. Auflage, New York 2016
- Lepsius, Oliver, Sozialwissenschaften im Verfassungsrecht -Amerika als Vorbild?, JZ 2005, S. 1-13
- Lianos, Ioannis/Genakos, Christos, Econometric evidence in EU competition law: an empirical and theoretical analysis, in: Lianos, Ioannis/Geradin, Damien (Hrsg.), Handbook on European Competition Law - Enforcement and Procedure, Cheltenham 2013, S. 1-137
- Loewenheim/Meessen/Riesenkampff/Kersting/Meyer-Lindemann = Kartellrecht - Kommentar zum Deutschen und Europäischen Recht, herausgegeben von Loewenheim, Ulrich/Meessen, Karl. M./Riesenkampff, Alexander/Kersting, Christian/Meyer-Lindemann, Hans Jürgen, 4. Auflage, München 2020
- López, Ángel L./Vives, Xavier, Overlapping Ownership, R&D Spillovers, and Antitrust Policy, 127 Journal of Political Economy 2019, S. 2394-2437
- Luchsinger Gähwiler, Catrina, ETFs und andere passive Finanzinstrumente am Kapitalmarkt, in: Reutter, Thomas U./Werlen, Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen VII, Zürich 2012, S. 23-54
- Lund, Dorothy S., The Case against Passive Shareholder Voting, 43 Journal of Corporation Law 2017, S. 493-536
- Ma, Linlin/Tang, Yuehua/Gómez, Juan-Pedro, Portfolio Manager Compensation in the U.S. Mutual Fund Industry, 74 The Journal of Finance 2019, S. 587-638
- Malkiel, Burton G., Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991, 50 The Journal of Finance 1995, S. 549-572
- Manderscheid, Katharina, Sozialwissenschaftliche Datenanalyse mit R: Eine Einführung, 2. Auflage, Wiesbaden 2017
- Mankiw, N. Gregory/Taylor, Mark P, Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, 7. Auflage, Stuttgart 2018

- Markowitz, Harry M., The Early History of Portfolio Theory: 1600-1960, 55 Financial Analysts Journal 1999, S. 5-16
- Markowitz, Harry M., Portfolio Selection, 7 The Journal of Finance 1952, S. 77-91
- Markowitz, Harry M., Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments, New York 1959
- Marsden, Philip/Bishop, Simon, Article 82 Review: "What is Your Theory of Harm?", 2 European Competition Journal 2006, S. 257-262
- Marx, Lorenz, Konsensuales Kartellverfahrensrecht: Eine Empirisch-Quantitative Analyse der Entscheidungspraxis der Europäischen Kommission im Zeitraum zwischen 1.5. 2004 und 31.4. 2014, Bayreuth 2016
- Mestmäcker, Ernst-Joachim, Zwischen Lämmerweide und Wolfsrudel ... Gedanken zur Natur- geschichte des Wettbewerbs, ZWeR 2010, S. 1-14
- Mestmäcker, Ernst-Joachim/Schweitzer, Heike, Europäisches Wettbewerbsrecht, 3. Auflage, München 2014
- Monopolkommission, Stärkung des Wettbewerbs bei Handel und Dienstleistungen, XIX. Hauptgutachten, Baden-Baden 2012
- Monopolkommission, Wettbewerb 2018: XXII. Hauptgutachten der Monopolkommission gemäß § 44 Abs. 1 Satz 1 GWB, 2018, abrufbar unter https://www.monopolkommission.de/images/HG22/HGXXII_Gesamt.pdf
- Monopolkommission, Wettbewerb 2020: XXIII. Hauptgutachten der Monopolkommission gemäß § 44 Abs. 1 Satz 1 GWB, 2020, abrufbar unter https://www.monopolkommission.de/images/HG23/HGXXIII_Gesamt.pdf
- Möschel, Wernhard, Markenartikel und vertikale Kooperation, WuW 2010, S. 1229-
- Motta, Massimo/Peitz, Martin, Intervention triggers and underlying theories of harm - Expert advice for the Impact Assessment of a New Competition Tool, Luxemburg 2020
- MüKoAktG = Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1, herausgegeben von Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kalss, Susanne, 6. Auflage, München 2024
- MüKoAktG = Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 3, herausgegeben von Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kalss, Susanne, 6. Auflage, München 2024
- MüKoEuWettbR = Münchener Kommentar zum Wettbewerbsrecht, Band 1/1, Europäisches Wettbewerbsrecht, herausgegeben von Säcker, Franz Jürgen/Bien, Florian/Meier-Beck, Peter/Montag, Frank, 4. Auflage, München 2023
- Norges Bank Investment Management, Government Pension Fund Global: Annual Report 2020, 2021, abrufbar unter <https://www.nbim.no/en/publications/reports/2020/annual-report-2020/>
- Norges Bank Investment Management, Investing with a mandate, 2020, abrufbar unter https://www.nbim.no/contentassets/cd563b586fe34ce2bfea30df4c0a75db/investing-with-a-mandate-government-pension-fund-global_web.pdf
- Nußbaum, Arthur, Die Rechtsstatsachenforschung, AcP 1955, S. 453-484
- O'Brien, Daniel P., The Competitive Effects of Common Ownership: Theory, Applications, and Mis-Applications, CPI Antitrust Chronicle May 2019, S. 16-23

- O'Brien, Daniel P./Salop, Steven C.*, Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control, 67 Antitrust Law Journal 2000, S. 559-614
- OECD*, Antitrust Issues Involving Minority Shareholding and Interlocking Directorates, DAF/COMP(2008)30, Policy Roundtables, 2008, abrufbar unter <https://www.oecd.org/competition/mergers/41774055.pdf>
- OECD*, Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition - Background Note by the Secretariat, DAF/COMP(2017)10, Background Paper for 128th Meeting of the OECD Competition Committee, 2017, abrufbar unter [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP\(2017\)10/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2017)10/en/pdf)
- OECD*, Guidelines for the OECD questionnaire on Institutional Investors' Assets and Liabilities (Table 7II), 2016, abrufbar unter http://www.oecd.org/statistics/data-collection/7II_OECD_Guidelines.pdf
- OECD*, Institutional Investors Statistics 2013, Paris 2013
- OECD*, Institutional Investors Statistics 2015, Paris 2015
- OECD*, Institutional Investors Statistics 2019, Paris 2019
- Opp, Karl-Dieter*, Methodologie der Sozialwissenschaften: Einführung in Probleme ihrer Theoriebildung und praktischen Anwendung, 7. Auflage, Wiesbaden 2014
- Patel, Menesh S.*, Common Ownership, Institutional Investors, and Antitrust, 82 Antitrust Law Journal 2018, S. 279-334
- Petersen, Niels*, Braucht die Rechtswissenschaft eine empirische Wende?, Der Staat 2010, S. 435-455
- Pini, Gian Diego*, Passive-Aggressive Investments: Minority Shareholdings and Competition Law, 23 European Business Law Review 2012, S. 575-725
- Podszun, Rupprecht*, The Arbitrariness of Market Definition and an Evolutionary Concept of Markets, 61 The Antitrust Bulletin 2016, S. 121-132
- Podszun, Rupprecht*, Die Überprüfung kartellbehördlicher Entscheidungen durch den BGH - Eine empirische Analyse des Zeitraums 2000-2019, WuW 2021, S. 216-222
- Podszun, Rupprecht*, Digital Ecosystems, Decision-Making, Competition and Consumers – On the Value of Autonomy for Competition, SSRN Working Paper, 2019, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=3420692>
- Posner, Eric A./Scott Morton, Fiona M./Weyl, E. Glen*, A proposal to limit the anti-competitive power of institutional investors, 81 Antitrust Law Journal 2017, S. 669-728
- Preisser, Maximilian M.*, Sovereign Wealth Funds - Entwicklung eines umfassenden Konzepts für die Regulierung von Staatsfonds, Tübingen 2013
- PWC*, Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change, 2017, abrufbar unter <https://www.pwc.de/de/finanzdienstleistungen/asset-management/pwc-asset-management-exponential-change.pdf>
- Raiser, Thomas*, Was nützt die Soziologie dem Recht?, JZ 1970, S. 665-671
- Rengier, Lukas*, Kartellschadensersatz in Deutschland - die ersten 15 Jahre in Zahlen und Lehren für die Zukunft, WuW 2018, S. 613-619
- Reynolds, Robert J./Snapp, Bruce R.*, The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures, 4 International Journal of Industrial Organization 1986, S. 141-153

- Risse, Jörg, Mathematik, Statistik und die Juristerei, NJW 2020, S. 2383-2387
- Rock, Edward B./Rubinfeld, Daniel L., Antitrust for Institutional Investors, 82 Antitrust Law Journal 2018, S. 221-278
- Rohner, Tristan, Art. 102 AEUV und die Rolle der Ökonomie - Eine Weiterentwicklung des more economic approach, Baden-Baden 2023
- Rosati, Nicoletta/Bomprezzi, Pietro/Ferraresi, Massimiliano/Frigo, Annalisa/Nardo, Michaela, Common Shareholding in Europe, Luxemburg 2020
- Roy, Andrew D., Safety First and the Holding of Assets, 20 Econometrica 1952, S. 431-449
- Salant, Stephen W./Switzer, Sheldon/Reynolds, Robert J., Losses From Horizontal Merger: The Effects of an Exogenous Change in Industry Structure on Cournot-Nash Equilibrium, 98 The Quarterly Journal of Economics 1983, S. 185-199
- Schäfer, Frank A./Sethe, Rolf/Lang, Volker (Hrsg.), Handbuch der Vermögensverwaltung, 3. Auflage, München 2022
- Schlegel, John Henry, American Legal Realism and Empirical Social Science, Chapel Hill 1995
- Schmalz, Martin C., Recent Studies on Common Ownership, Firm Behavior, and Market Outcomes, 66 Antitrust Bulletin 2021, S. 12-38
- Schmidt, Ingo/Haucap, Justus, Wettbewerbspolitik und Kartellrecht, 10. Auflage, München 2013
- Schmidt, Reinhard H./Terberger, Eva, Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4. Auflage, Wiesbaden 1999
- Schmolke, Klaus Ulrich, Institutionelle Anleger und Corporate Governance - Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds, ZGR 2007, S. 701-744
- Schnell, Rainer/Hill, Paul B./Esser, Elke, Methoden der empirischen Sozialforschung, 11. Auflage, Berlin 2018
- Scholl, Claas, Wahrscheinlichkeit, Statistik und Recht, JZ 1992, S. 122-131
- Schumpeter, Joseph A., Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, 8. Auflage, Tübingen 2008
- Schumpeter, Joseph A., Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung (Nachdruck der 1. Auflage von 1912), Berlin 2006
- Schwalbe, Ulrich, Common Ownership und Wettbewerb - der aktuelle Stand der Diskussion - Teil 1, WuW 2020, S. 130-137
- SEC Office of Investor Education and Advocacy, Investor Bulletin: Exchange-Traded Funds (ETFs), 2012, abrufbar unter <https://www.sec.gov/investor/alerts/etfs.pdf>
- Seitz, Natalie, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, Baden-Baden 2020
- Seldeslachts, Jo/Newham, Melissa/Banal-Estañol, Albert, Changes in common ownership of German companies, DIW Economic Bulletin 2017, S. 303-311
- Seldeslachts, Jo/Newham, Melissa/Banal-Estañol, Albert, Veränderungen bei gemeinsamen Eigentümerstrukturen deutscher Unternehmen, DIW Wochenbericht 2017, S. 611-621

- Statistisches Bundesamt, Klassifikation der Wirtschaftszweige, Wiesbaden 2008
- Stratmann, Severin, Indirekte Horizontalverflechtungen - Eine Betrachtung aus kapitalgesellschafts- und kartellrechtlicher Perspektive, Baden-Baden 2024
- Süssmuth, Bernd/Komlos, John, Empirische Ökonomie: Eine Einführung in Methoden und Anwendungen, 2. Auflage, Berlin 2022
- Thinking Ahead Institute, The world's largest 500 asset managers, 2020, abrufbar unter https://www.thinkingaheadinstitute.org/content/uploads/2020/11/TAI_PI500_2020.pdf
- Torshizi, Mohammad/Clapp, Jennifer, Price Effects of Common Ownership in the Seed Sector, 66 Antitrust Bulletin 2021, S. 39-67
- Tzanaki, Anna, Antitrust's Increasingly Long Arm: (Minority) Private Equity Investors Beware, CPI Antitrust Chronicle October 2022, S. 20-29
- Tzanaki, Anna/Alekseeva, Liudmila/Azar, José, Common Ownership in Fintech Markets, in: Stylianou, Konstantinos/Iacovides, Marios/Lundqvist, Björn (Hrsg.), Fintech Competition - Law, Policy, and Market Organisation, Oxford 2023, S. 83-128
- Veil, Rüdiger/Ruckes, Martin/Limbach, Peter/Doumet, Markus, Today's or yesterday's news? - Eine empirische Analyse von Stimmrechtsmitteilungen gemäß §§ 21 ff. WpHG und Schlussfolgerungen für die Kapitalmarktregulierung, ZGR 2015, S. 709-753
- Wambach, Achim/Weche, John P., Das wettbewerbliche Risikopotenzial institutioneller Anleger, Wirtschaftsdienst 2019, S. 575-581
- Weber, Christoph Andreas/Kebeke, Benedict, Diversifizierung und Corporate Governance, ZHR 2020, S. 324-362
- Weber, Robert/Schalast, Christoph, Handlungsspielräume von Staatsfonds in Deutschland, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 45, Frankfurt 2009
- Weche, John/Weck, Thomas, Neue Möglichkeiten impliziter Kollusion und die Grenzen des Kartellrechts, EuZW 2020, S. 923-929
- Whish, Richard/Bailey, David, Competition Law, 9. Auflage, Oxford 2018
- Winterhalder, Max A., Indexfonds in der Corporate Governance - Mitwirkung in börsennotierten Aktiengesellschaften, Tübingen 2022
- Zäch, Roger, Was bezweckt das schweizerische Kartellgesetz - die Gewährleistung von Wettbewerb oder von Konsumentenwohl? in: Möschel, Wernhard (Hrsg.), 50 Jahre Wettbewerbsgesetz in Deutschland und Europa, Baden-Baden 2010, S. 37-59
- Zenger, Hans/Walker, Mike, Theories of harm in European competition law: A progress report, in: Bourgeois, Jacques/Waelbroeck, Denis (Hrsg.), Ten years of effects-based approach in EU competition law, Brüssel 2012, S. 185-209

Alle Internetquellen wurden zuletzt abgerufen am 7.3.2025.

Anhang

A. Datensatz und Programmcode

Der Datensatz sowie die Programmcodes zur Auswertung sind in einem Online-Datenrepositorium unter folgender URL abrufbar:

<https://github.com/jonasweller/dissertation.appendix>

B. Auswertungstabellen

I. Agrarchemie

1. Beteiligungsmuster nach Anzahl

	Muster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
1	000000	309	605738
2	110000	24	53666
3	001100	22	345856
4	000001	16	19706
5	100000	8	2437
6	111101	7	35753
7	000100	6	28288
8	110001	5	62250
9	001000	4	4026
10	010000	4	5027
11	101101	4	386
12	000010	2	9038
13	010001	2	2017
14	110011	2	72797
15	000011	1	931
16	000110	1	54
17	001110	1	23

	Muster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
18	100001	1	984
19	101001	1	73
20	110100	1	430
21	111100	1	128

2. Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen

	Muster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuchten Fondsvolumen	Anzahl Fonds
1	000000	605738	48,47%	309
2	001100	345856	27,68%	22
3	110011	72797	5,83%	2
4	110001	62250	4,98%	5
5	110000	53666	4,29%	24
6	111101	35753	2,86%	7
7	000100	28288	2,26%	6
8	000001	19706	1,58%	16
9	000010	9038	0,72%	2
10	010000	5027	0,40%	4
11	001000	4026	0,32%	4
12	100000	2437	0,20%	8
13	010001	2017	0,16%	2
14	100001	984	0,08%	1
15	000011	931	0,07%	1
16	110100	430	0,03%	1
17	101101	386	0,03%	4
18	111100	128	0,01%	1
19	101001	73	0,01%	1
20	000110	54	0,00%	1
21	001110	23	0,00%	1

II. Öl und Gas

1. Beteiligungsmuster nach Anzahl

	Muster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
1	00000000000000000000	239	416278
2	00110000100100000000	21	302953
3	0000000001000001000	10	88439
4	00100000100000000000	8	63451
5	00000000001000000000	7	11569
6	00000000000000000001	5	3296
7	0000011000001110001	5	8205
8	00010000000000000000	5	3798
9	00100000000000000000	5	12669
10	1100011100001110101	5	66012
11	1111011110011110111	5	25222
12	00000000010000000000	4	220
13	00000110000000000001	4	14553
14	1100000000000000100	4	11195
15	00000000000000000010	3	3026
16	0000000000000010000	3	1564
17	0000000000000100000	3	358
18	00010000100000000000	3	27541
19	010000000000100000	3	673
20	1100011100101110101	3	66643
21	0000000000000001000	2	5800
22	0000000000001000010	2	1199
23	0000000000010000000	2	11
24	0000000010010000000	2	11971
25	0000000100000000000	2	3623
26	0000001000100000000	2	354
27	00000100000000000001	2	1180
28	0010000000010000000	2	1159
29	0010000010010000000	2	19557
30	0011000010010000010	2	2433

	Muster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
31	10000010000000000101	2	768
32	1000011100000110101	2	2017
33	1100011100001110001	2	91
34	1100011100001110111	2	3514
35	1111011110011110011	2	113
36	0000000000000000100	1	402
37	00000000000000010001	1	6
38	0000000000001000000	1	229
39	0000000000001010000	1	774
40	0000000000001100000	1	373
41	0000000010000000000	1	381
42	0000000010000000011	1	73
43	0000000100000110001	1	859
44	0000001000000000000	1	212
45	0000010000000100001	1	50
46	0000010000001000001	1	207
47	0000010000010000010	1	2927
48	0000011000001010001	1	102
49	0000011000101110001	1	1518
50	0000011100001110001	1	1522
51	0001000000010000000	1	1422
52	0001000100000110001	1	621
53	0001011000001110111	1	195
54	0010001010000000000	1	3918
55	0011000010000000000	1	58
56	0100000000000000001	1	105
57	0100000000001100000	1	287
58	0100000000011000010	1	657
59	0100000010000100001	1	1421
60	010000100000100101	1	822
61	0100010000001000000	1	194
62	0100010000101000000	1	279
63	1000001100000110101	1	433
64	1000011100000010101	1	67

	Muster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
65	1000011100001000101	1	3782
66	1000011100001110001	1	984
67	1000011100101110111	1	1395
68	1001000000001010000	1	5
69	1010000010000000101	1	351
70	1010010010000010101	1	1786
71	1011001110000111101	1	43
72	1011001110010110111	1	748
73	1011011110011110111	1	607
74	1100000000000000000	1	740
75	1100000000000000101	1	10892
76	1100001100000000101	1	22
77	1100001100001100101	1	1313
78	1100011000000110101	1	576
79	1100011101101111111	1	14632
80	1111011110000110101	1	111
81	1111011111010110111	1	9365
82	1111011111011110111	1	687

2. Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen

	Muster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuchten Fondsvolumen	Anzahl Fonds
1	0000000000000000000	416278	33,31%	239
2	0011000010010000000	302953	24,24%	21
3	0000000001000001000	88439	7,08%	10
4	1100011100101110101	66643	5,33%	3
5	1100011100001110101	66012	5,28%	5
6	0010000010000000000	63451	5,08%	8
7	0001000010000000000	27541	2,20%	3
8	1111011110011110111	25222	2,02%	5
9	0010000010010000000	19557	1,57%	2
10	1100011101101111111	14632	1,17%	1

	Muster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuchten Fondsvolumen	Anzahl Fonds
11	00000110000000000001	14553	1,16%	4
12	00100000000000000000	12669	1,01%	5
13	00000000100100000000	11971	0,96%	2
14	00000000001000000000	11569	0,93%	7
15	11000000000000000100	11195	0,90%	4
16	11000000000000000101	10892	0,87%	1
17	1111011111010110111	9365	0,75%	1
18	0000011000001110001	8205	0,66%	5
19	0000000000000001000	5800	0,46%	2
20	00100010100000000000	3918	0,31%	1
21	00010000000000000000	3798	0,30%	5
22	1000011100001000101	3782	0,30%	1
23	00000001000000000000	3623	0,29%	2
24	1100011100001110111	3514	0,28%	2
25	00000000000000000001	3296	0,26%	5
26	00000000000000000010	3026	0,24%	3
27	0000010000010000010	2927	0,23%	1
28	0011000010010000010	2433	0,19%	2
29	1000011100000110101	2017	0,16%	2
30	1010010010000010101	1786	0,14%	1
31	00000000000000010000	1564	0,13%	3
32	00000111000001110001	1522	0,12%	1
33	0000011000101110001	1518	0,12%	1
34	0001000000010000000	1422	0,11%	1
35	0100000010000100001	1421	0,11%	1
36	1000011100101110111	1395	0,11%	1
37	1100001100001100101	1313	0,11%	1
38	0000000000001000010	1199	0,10%	2
39	00000100000000000001	1180	0,09%	2
40	0010000000010000000	1159	0,09%	2
41	10000111000001110001	984	0,08%	1
42	0000000100000110001	859	0,07%	1
43	0100000100000100101	822	0,07%	1

	Muster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuchten Fondsvolumen	Anzahl Fonds
44	0000000000001010000	774	0,06%	1
45	1000001000000000101	768	0,06%	2
46	1011001110010110111	748	0,06%	1
47	1100000000000000000	740	0,06%	1
48	1111011111011110111	687	0,05%	1
49	0100000000000100000	673	0,05%	3
50	0100000000011000010	657	0,05%	1
51	0001000100000110001	621	0,05%	1
52	1011011110011110111	607	0,05%	1
53	1100011000000110101	576	0,05%	1
54	1000001100000110101	433	0,03%	1
55	0000000000000000100	402	0,03%	1
56	0000000010000000000	381	0,03%	1
57	0000000000001100000	373	0,03%	1
58	0000000000000100000	358	0,03%	3
59	0000001000100000000	354	0,03%	2
60	1010000010000000101	351	0,03%	1
61	0100000000001100000	287	0,02%	1
62	0100010000101000000	279	0,02%	1
63	0000000000001000000	229	0,02%	1
64	0000000001000000000	220	0,02%	4
65	0000001000000000000	212	0,02%	1
66	0000010000001000001	207	0,02%	1
67	0001011000001110111	195	0,02%	1
68	0100010000001000000	194	0,02%	1
69	1111011110011110011	113	0,01%	2
70	1111011110000110101	111	0,01%	1
71	0100000000000000001	105	0,01%	1
72	0000011000001010001	102	0,01%	1
73	1100011100001110001	91	0,01%	2
74	0000000010000000011	73	0,01%	1
75	1000011100000010101	67	0,01%	1
76	0011000010000000000	58	0,00%	1

	Muster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuchten Fondsvolumen	Anzahl Fonds
77	0000010000000100001	50	0,00%	1
78	1011001110000111101	43	0,00%	1
79	1100001100000000101	22	0,00%	1
80	0000000000010000000	11	0,00%	2
81	0000000000000010001	6	0,00%	1
82	1001000000001010000	5	0,00%	1

III. Elektrizität

1. Beteiligungsmuster nach Anzahl

	Muster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
1	0000000000000000000	243	396990
2	10101000011000000	19	318337
3	00000000000010001	11	19325
4	00000000000001000	10	16110
5	00000000000000010	8	13895
6	00010101100100110	7	18412
7	01000000000000000	7	8586
8	01000000000001000	6	86807
9	00010101100100100	5	10551
10	10111101111110111	5	25701
11	00000000000000100	4	389
12	00000001100100000	4	14553
13	00001000001000000	4	561
14	00010101100110111	4	112255
15	00000000001000000	3	909
16	00000001000000000	3	566
17	00000100100000000	3	1230
18	00001000010000000	3	28411
19	00010000000000100	3	8573
20	10000000011000000	3	9734

	Muster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
21	10100000000000000	3	38853
22	10100000001000000	3	1097
23	00000000000100000	2	780
24	00000001000100000	2	768
25	00000100000000000	2	660
26	00000101100010101	2	2017
27	00010000000000010	2	1526
28	00010001000100010	2	1335
29	00010100100100000	2	694
30	00010100100100010	2	91
31	00011100101100010	2	113
32	00101000011000000	2	3944
33	10001000011000000	2	16065
34	10100000010000000	2	11689
35	00000000000000001	1	929
36	00000000000000101	1	592
37	00000000000010000	1	90
38	00000000000100010	1	30
39	00000000001000001	1	427
40	00000000100100000	1	207
41	00000001000000010	1	10892
42	00000001000100100	1	229
43	00000001000100101	1	174
44	00000001100000010	1	3782
45	00000101100100100	1	576
46	00000101100110111	1	4651
47	00001000000000000	1	1422
48	00010000000000000	1	3602
49	00010000000100010	1	822
50	00010000100000100	1	1786
51	00010001100100110	1	67
52	00010101100100000	1	102
53	00010101100111111	1	3509
54	00011100101000100	1	111

	Muster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
55	00100000001000000	1	4624
56	00100101111100000	1	195
57	01000000001000001	1	99
58	01010101100111111	1	14632
59	10000000000000000	1	7841
60	10000001000000000	1	5
61	10000001011100000	1	1025
62	10100000000000010	1	1239
63	10101000000000000	1	381
64	10101000001000000	1	9
65	10101000010011001	1	657
66	10101001101100000	1	2927
67	10111000000100010	1	73
68	10111101111100110	1	128
69	10111101111110110	1	194
70	10111101111111111	1	687
71	11111001111111111	1	9365

2. Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen

	Muster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuchten Fondsvolumen	Anzahl Fonds
1	00000000000000000	396990	31,77%	243
2	10101000011000000	318337	25,47%	19
3	00010101100110111	112255	8,98%	4
4	01000000000001000	86807	6,95%	6
5	10100000000000000	38853	3,11%	3
6	00001000010000000	28411	2,27%	3
7	10111101111110111	25701	2,06%	5
8	00000000000010001	19325	1,55%	11
9	00010101100100110	18412	1,47%	7
10	00000000000001000	16110	1,29%	10
11	10001000011000000	16065	1,29%	2

	Muster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuch- ten Fondsvolumen	Anzahl Fonds
12	01010101100111111	14632	1,17%	1
13	00000001100100000	14553	1,16%	4
14	00000000000000010	13895	1,11%	8
15	10100000010000000	11689	0,94%	2
16	00000001000000010	10892	0,87%	1
17	00010101100100100	10551	0,84%	5
18	10000000011000000	9734	0,78%	3
19	11111001111111111	9365	0,75%	1
20	01000000000000000	8586	0,69%	7
21	000100000000000100	8573	0,69%	3
22	10000000000000000	7841	0,63%	1
23	00000101100110111	4651	0,37%	1
24	00100000001000000	4624	0,37%	1
25	00101000011000000	3944	0,32%	2
26	00000001100000010	3782	0,30%	1
27	00010000000000000	3602	0,29%	1
28	00010101100111111	3509	0,28%	1
29	10101001101100000	2927	0,23%	1
30	00000101100010101	2017	0,16%	2
31	00010000100000100	1786	0,14%	1
32	00010000000000010	1526	0,12%	2
33	00001000000000000	1422	0,11%	1
34	00010001000100010	1335	0,11%	2
35	10100000000000010	1239	0,10%	1
36	00000100100000000	1230	0,10%	3
37	10100000001000000	1097	0,09%	3
38	10000001011100000	1025	0,08%	1
39	00000000000000001	929	0,07%	1
40	00000000001000000	909	0,07%	3
41	00010000000100010	822	0,07%	1
42	00000000000100000	780	0,06%	2
43	00000001000100000	768	0,06%	2
44	00010100100100000	694	0,06%	2

Anhang

	Muster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuch- ten Fondsvolumen	Anzahl Fonds
45	101111011111111111	687	0,05%	1
46	000001000000000000	660	0,05%	2
47	10101000010011001	657	0,05%	1
48	00000000000000101	592	0,05%	1
49	00000101100100100	576	0,05%	1
50	000000010000000000	566	0,05%	3
51	000010000010000000	561	0,04%	4
52	00000000001000001	427	0,03%	1
53	00000000000000100	389	0,03%	4
54	101010000000000000	381	0,03%	1
55	00000001000100100	229	0,02%	1
56	00000000100100000	207	0,02%	1
57	00100101111100000	195	0,02%	1
58	10111101111110110	194	0,02%	1
59	00000001000100101	174	0,01%	1
60	10111101111100110	128	0,01%	1
61	00011100101100010	113	0,01%	2
62	00011100101000100	111	0,01%	1
63	00010101100100000	102	0,01%	1
64	01000000001000001	99	0,01%	1
65	00010100100100010	91	0,01%	2
66	00000000000010000	90	0,01%	1
67	10111000000100010	73	0,01%	1
68	00010001100100110	67	0,01%	1
69	00000000000100010	30	0,00%	1
70	10101000001000000	9	0,00%	1
71	10000001000000000	5	0,00%	1

IV. Handelsplattformen für Finanzinstrumente

1. Beteiligungsmuster nach Anzahl

	Muster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
1	00000000000000000000	260	456333
2	01100000000000000000	12	26183
3	10000000000000000000	11	21666
4	00010010111001100000	10	213338
5	11111011111111111110	10	26875
6	00000000000001000000	9	22585
7	01101001000110001010	9	17838
8	00000000000010000000	6	1293
9	00001000000110001000	4	11195
10	11101001000110011110	4	19541
11	00000000000000000010	3	1450
12	00000100000000000001	3	1506
13	00010010111000000000	3	1693
14	00010010111001100001	3	3548
15	00010110111001100001	3	46998
16	00000000000000000001	2	367
17	000000000000000010100	2	2959
18	00000000000011000000	2	2446
19	00000000010000000000	2	2757
20	00000000010001100000	2	27083
21	00000000101000000000	2	762
22	00000001000000000000	2	43
23	00010010001000000000	2	2400
24	00010010100000000000	2	3944
25	00010010101000100000	2	19557
26	00100000000000000000	2	1547
27	00100000000100000010	2	768
28	01000000000000000000	2	300
29	01101000000100001000	2	859
30	11101001000110001010	2	110855

	Muster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
31	11111011111110011110	2	9795
32	00000000000000100000	1	634
33	00000000000001000001	1	9628
34	00000000000001100000	1	65
35	00000000000010001000	1	3602
36	00000000000010010100	1	174
37	00000000000011100000	1	592
38	00000000000100000000	1	740
39	00000000010000000100	1	3918
40	00000000010000100000	1	1422
41	00000000010001000000	1	32539
42	00000000010001000001	1	40284
43	00000000010010100000	1	2248
44	00000001000000010100	1	67
45	00000001000100000000	1	1313
46	00000001000000000000	1	9
47	00000001000100001000	1	351
48	00000001010100000000	1	458
49	000001000000000100001	1	10193
50	00000100000001000001	1	32
51	00000100000001100001	1	17802
52	00000100110001100001	1	194
53	00010000000000000000	1	5
54	00010000010000000000	1	729
55	00010000111001100000	1	7841
56	00010010101000000000	1	4624
57	00010010111000100000	1	9
58	00010010111001110100	1	1948
59	00010110111000100001	1	35272
60	00100000000000000010	1	480
61	01000000000010000000	1	621
62	01000000000010001000	1	859
63	01100001000000000010	1	1522
64	01101001000100001010	1	355

	Muster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
65	01101010100100001000	1	1734
66	01101010101000001010	1	1786
67	101000000000000010010	1	1239
68	101110100000000011100	1	5
69	11011010100010111110	1	195
70	111010000000110001010	1	984
71	11101001000100001010	1	4651

2. Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen

	Muster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuchten Fondsvolumen	Anzahl Fonds
1	00000000000000000000	456333	36,52%	260
2	00010010111001100000	213338	17,07%	10
3	11101001000110001010	110855	8,87%	2
4	00010110111001100001	46998	3,76%	3
5	00000000010001000001	40284	3,22%	1
6	00010110111000100001	35272	2,82%	1
7	00000000010001000000	32539	2,60%	1
8	00000000010001100000	27083	2,17%	2
9	11111011111111111110	26875	2,15%	10
10	01100000000000000000	26183	2,10%	12
11	00000000000001000000	22585	1,81%	9
12	10000000000000000000	21666	1,73%	11
13	00010010101000100000	19557	1,57%	2
14	11101001000110011110	19541	1,56%	4
15	01101001000110001010	17838	1,43%	9
16	00000100000001100001	17802	1,42%	1
17	00001000000110001000	11195	0,90%	4
18	00000100000000100001	10193	0,82%	1
19	11111011111110011110	9795	0,78%	2
20	00000000000001000001	9628	0,77%	1
21	00010000111001100000	7841	0,63%	1

Anhang

	Muster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuch- ten Fondsvolumen	Anzahl Fonds
22	11101001000100001010	4651	0,37%	1
23	0001001010101000000000	4624	0,37%	1
24	0001001010100000000000	3944	0,32%	2
25	000000000100000000100	3918	0,31%	1
26	00000000000010001000	3602	0,29%	1
27	00010010111001100001	3548	0,28%	3
28	00000000000000010100	2959	0,24%	2
29	00000000010000000000	2757	0,22%	2
30	0000000000011000000	2446	0,20%	2
31	00010010001000000000	2400	0,19%	2
32	00000000010010100000	2248	0,18%	1
33	00010010111001110100	1948	0,16%	1
34	01101010101000001010	1786	0,14%	1
35	01101010100100001000	1734	0,14%	1
36	00010010111000000000	1693	0,14%	3
37	00100000000000000000	1547	0,12%	2
38	01100001000000000010	1522	0,12%	1
39	00000100000000000001	1506	0,12%	3
40	00000000000000000010	1450	0,12%	3
41	00000000010000100000	1422	0,11%	1
42	00000001000100000000	1313	0,11%	1
43	00000000000010000000	1293	0,10%	6
44	10100000000000010010	1239	0,10%	1
45	11101000000110001010	984	0,08%	1
46	01000000000010001000	859	0,07%	1
47	01101000000100001000	859	0,07%	2
48	00100000000100000010	768	0,06%	2
49	00000000101000000000	762	0,06%	2
50	00000000000100000000	740	0,06%	1
51	00010000010000000000	729	0,06%	1
52	00000000000000100000	634	0,05%	1
53	01000000000010000000	621	0,05%	1
54	00000000000011100000	592	0,05%	1

	Muster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuch- ten Fondsvolumen	Anzahl Fonds
55	00100000000000000010	480	0,04%	1
56	00000010101000000000	458	0,04%	1
57	00000000000000000001	367	0,03%	2
58	01101001000100001010	355	0,03%	1
59	00000010001000010000	351	0,03%	1
60	01000000000000000000	300	0,02%	2
61	11011010100010111110	195	0,02%	1
62	00000100110001100001	194	0,02%	1
63	00000000000010010100	174	0,01%	1
64	00000001000000010100	67	0,01%	1
65	00000000000001100000	65	0,01%	1
66	00000001000000000000	43	0,00%	2
67	00000100000001000001	32	0,00%	1
68	00000010000000000000	9	0,00%	1
69	00010010111000100000	9	0,00%	1
70	00010000000000000000	5	0,00%	1
71	10111010000000011100	5	0,00%	1

V. Mobilfunk

1. Beteiligungsmuster nach Anzahl

	Muster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvo- lumen (in Mio. Euro)
1	00000000000000000000	267	820565
2	00000010000000000000	15	34282
3	00010000000000000000	8	12209
4	01101100111111111111	8	17245
5	00000000010000000000	7	3428
6	01111110111111111111	7	25335
7	10000001000000000000	7	86887
8	00000001000000000000	6	2426
9	010011001111100010	6	9723

Anhang

	Muster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
10	100000000000000000	5	2393
11	00000000000010000	4	1028
12	00001000000000000	4	9357
13	00001000100100010	4	14553
14	00100000000010001	4	11195
15	01111100111111111	4	112857
16	00000000000010010	3	1428
17	00000000001000000	3	566
18	00000100011000000	3	875
19	00000100011010000	3	673
20	00100000010010000	3	2348
21	00000000000000010	2	61
22	00000000000000100	2	490
23	00000000110000000	2	1547
24	00000100000000000	2	539
25	00001000000000001	2	768
26	01000000100000010	2	1180
27	11111101111111111	2	15319
28	00000000000001000	1	21
29	00000000000100000	1	774
30	00000000100011100	1	859
31	00000010100011100	1	621
32	00000100000010010	1	3602
33	00000100001000010	1	93
34	00001000001000001	1	5
35	00001000100100011	1	1786
36	00001000110001100	1	5082
37	00001100111100000	1	12
38	00100000000000001	1	740
39	00101000110001101	1	10892
40	00101100110001101	1	22
41	00101100110101101	1	1313
42	00101100111101101	1	717
43	00111000110001101	1	3918

	Muster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
44	010000000000000000	1	62
45	01000000000100000	1	50
46	01000000010000000	1	6
47	01001000100100010	1	102
48	01001100111101110	1	1522
49	01010000000000000	1	158
50	01100000010001000	1	30
51	01100000101100101	1	576
52	01100000110100101	1	3782
53	01101000100111111	1	67
54	01101100100111111	1	984
55	01101100111111101	1	2248
56	01110000010001001	1	73
57	01110000101100001	1	1734
58	01110000101100101	1	283
59	01111000111101101	1	4651
60	10010001000001000	1	11
61	10101100111101111	1	231
62	10101111100111111	1	430
63	11111101101111111	1	3509
64	11111111101111111	1	9365

2. Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen

	Muster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuchten Fondsvolumen	Anzahl Fonds
1	00000000000000000	820565	65,67%	267
2	01111100111111111	112857	9,03%	4
3	10000001000000000	86887	6,95%	7
4	00000010000000000	34282	2,74%	15
5	01111110111111111	25335	2,03%	7
6	01101100111111111	17245	1,38%	8
7	11111101111111111	15319	1,23%	2

Anhang

	Muster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuchten Fondsvolumen	Anzahl Fonds
8	00001000100100010	14553	1,16%	4
9	00010000000000000	12209	0,98%	8
10	00100000000010001	11195	0,90%	4
11	00101000110001101	10892	0,87%	1
12	01001100111100010	9723	0,78%	6
13	11111111011111111	9365	0,75%	1
14	00001000000000000	9357	0,75%	4
15	00001000110001100	5082	0,41%	1
16	01111000111101101	4651	0,37%	1
17	00111000110001101	3918	0,31%	1
18	01100000110100101	3782	0,30%	1
19	00000100000010010	3602	0,29%	1
20	11111101101111111	3509	0,28%	1
21	00000000010000000	3428	0,27%	7
22	00000001000000000	2426	0,19%	6
23	10000000000000000	2393	0,19%	5
24	00100000010010000	2348	0,19%	3
25	01101100111111101	2248	0,18%	1
26	00001000100100011	1786	0,14%	1
27	01110000101100001	1734	0,14%	1
28	00000000110000000	1547	0,12%	2
29	01001100111101110	1522	0,12%	1
30	00000000000010010	1428	0,11%	3
31	00101100110101101	1313	0,11%	1
32	01000000100000010	1180	0,09%	2
33	00000000000010000	1028	0,08%	4
34	01101100100111111	984	0,08%	1
35	00000100011000000	875	0,07%	3
36	00000000100011100	859	0,07%	1
37	00000000000100000	774	0,06%	1
38	00001000000000001	768	0,06%	2
39	00100000000000001	740	0,06%	1
40	00101100111101101	717	0,06%	1

	Muster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuchten Fondsvolumen	Anzahl Fonds
41	00000100011010000	673	0,05%	3
42	00000010100011100	621	0,05%	1
43	01100000101100101	576	0,05%	1
44	00000000001000000	566	0,05%	3
45	00000100000000000	539	0,04%	2
46	00000000000000100	490	0,04%	2
47	10101111100111111	430	0,03%	1
48	01110000101100101	283	0,02%	1
49	10101100111101111	231	0,02%	1
50	01010000000000000	158	0,01%	1
51	01001000100100010	102	0,01%	1
52	00000100001000010	93	0,01%	1
53	01110000010001001	73	0,01%	1
54	01101000100111111	67	0,01%	1
55	01000000000000000	62	0,00%	1
56	00000000000000010	61	0,00%	2
57	01000000000100000	50	0,00%	1
58	01100000010001000	30	0,00%	1
59	00101100110001101	22	0,00%	1
60	00000000000001000	21	0,00%	1
61	00001100111100000	12	0,00%	1
62	10010001000001000	11	0,00%	1
63	01000000010000000	6	0,00%	1
64	00001000001000001	5	0,00%	1

VI. Getränkeherstellung

1. Beteiligungsmuster nach Anzahl

	Muster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
1	00000000000000000000000000000000	209	302075
2	000000000000010000110100010	14	235252
3	0010000000000000100000000000	13	18516
4	00000000000000000100000000	6	32420
5	0000000000001000000000000000	6	3121
6	000000000001010000110100010	6	83769
7	0000001000000000000000000100	6	10290
8	0000100000000000010000000000	6	10262
9	011001111110011110111100111	6	25207
10	1001000000001000000000000000	6	86861
11	0000000001000000000000000000	5	1226
12	0001000000000000000000000000	5	4637
13	0100000111000011000000000001	5	8205
14	1000000000000000000000000000	5	13844
15	00000000000000000000000000001	4	1650
16	00000000000000000000000100010	4	68716
17	000000000000010000000100010	4	9338
18	0000000000100000000000000000	4	11195
19	0100000010000000000000000001	4	14553
20	010001011110001100001000001	4	7315
21	0000000000000000000001000000	3	1433
22	0000000000000000000001000000	3	8738
23	00000000000000000000010100010	3	12474
24	0000000000000000010000000000	3	561
25	000000000000010000000000010	3	18461
26	0000000001000001000000000000	3	296
27	0000000010000000000000000000	3	1235
28	00000000000000000000000000010	2	762
29	00000000000000000000000100000	2	11971
30	00000000000000000000010100000	2	3758

	Muster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
31	000000000001010000010100010	2	639
32	000000100000000000000000000	2	1029
33	000001000000000000000000000	2	606
34	000001011110001100001000001	2	1542
35	0001001000000000000000000100	2	5136
36	010000000010000000001000001	2	768
37	010001001010001000001000001	2	1514
38	011001111110001110001000101	2	52695
39	100000000000100000000000000	2	299
40	000000000000010000000000001	1	402
41	000000000000010000000000000	1	1239
42	000000000000010000000100000	1	1212
43	000000000000010000010000010	1	1408
44	000000000000010000010100000	1	458
45	000000000000010000010100010	1	32539
46	000000000000010100000100011	1	73
47	000000000001000000000000010	1	729
48	000000000010000000001100011	1	1786
49	000000000010000100000000001	1	105
50	000000000010000100000100001	1	1421
51	000000000010000100001000001	1	822
52	000000000010010000001100000	1	5
53	000000000100000100100000000	1	592
54	000000001000000000000000001	1	207
55	000000001000001000000000001	1	93
56	000000001000010000011000101	1	195
57	000000010000000000011000100	1	111
58	000000010000001000000000001	1	137
59	000000011000000100000000000	1	859
60	000000011000010100000100100	1	621
61	0000001000000000000001000100	1	929
62	000001010010010000011100011	1	3918
63	000001010110001000011100100	1	1025
64	000001011110001000001000001	1	22

	Muster	Anzahl Fonds	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)
65	000001011110001100001000101	1	174
66	0000100000000000100000000000	1	437
67	001000100000000000100000100	1	1734
68	001000100000000010000000100	1	931
69	001001010010010010011100011	1	5082
70	001001011010001010001000001	1	10892
71	001001110000000000000000100	1	283
72	001010000010000000001000001	1	67
73	010000000000000000000000000	1	46
74	010000000000000000001100011	1	351
75	010000001100001100000000001	1	1518
76	010000011000001000000000001	1	102
77	010001011100001100001000001	1	1522
78	010001111010001010001000101	1	984
79	010001111110011100111100111	1	128
80	010011001110001000001000000	1	283
81	010011001110001100001000001	1	5631
82	010011011110001101001000001	1	2847
83	011001001010111010111100011	1	769
84	011001011110001110001000101	1	3602
85	011001111010011010111100011	1	607
86	011001111010111010111100111	1	687
87	011011111110001110001000101	1	1395
88	011011111110001111001000101	1	58165
89	100100000000000000000000000	1	147
90	110000000000100100000000001	1	11
91	110001111110111010111100011	1	430
92	111001101110111110111100111	1	9365
93	111001111110101110001000101	1	3509
94	111111111110101111001000101	1	14632

2. Beteiligungsmuster nach summiertem Fondsvolumen

	Muster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuchten Fondsvolumen	Anzahl Fonds
1	000000000000000000000000000000	302075	24,17%	209
2	000000000000010000110100010	235252	18,83%	14
3	100100000000010000000000000000	86861	6,95%	6
4	000000000001010000110100010	83769	6,70%	6
5	00000000000000000000000100010	68716	5,50%	4
6	011011111110001111001000101	58165	4,65%	1
7	011001111110001110001000101	52695	4,22%	2
8	00000000000010000010100010	32539	2,60%	1
9	000000000000000000000100000000	32420	2,59%	6
10	011001111110011110111100111	25207	2,02%	6
11	0010000000000000100000000000	18516	1,48%	13
12	000000000000010000000000010	18461	1,48%	3
13	111111111110101111001000101	14632	1,17%	1
14	0100000010000000000000000001	14553	1,16%	4
15	1000000000000000000000000000	13844	1,11%	5
16	00000000000000000000010100010	12474	1,00%	3
17	0000000000000000000000100000	11971	0,96%	2
18	0000000000100000000000000000	11195	0,90%	4
19	001001011010001010001000001	10892	0,87%	1
20	0000001000000000000000000100	10290	0,82%	6
21	0000100000000000010000000000	10262	0,82%	6
22	111001101110111110111100111	9365	0,75%	1
23	000000000000010000000100010	9338	0,75%	4
24	000000000000000000010000000	8738	0,70%	3
25	0100000111000011000000000001	8205	0,66%	5
26	010001011110001100001000001	7315	0,59%	4
27	010011001110001100001000001	5631	0,45%	1
28	0001001000000000000000000100	5136	0,41%	2
29	001001010010010010011100011	5082	0,41%	1
30	0001000000000000000000000000	4637	0,37%	5
31	0000010100100100000011100011	3918	0,31%	1

	Muster	Summiertes Fondsvolumen (in Mio. Euro)	Anteil am untersuchten Fondsvolumen	Anzahl Fonds
65	000000011000010100000100100	621	0,05%	1
66	011001111010011010111100011	607	0,05%	1
67	000001000000000000000000000	606	0,05%	2
68	000000000100000100100000000	592	0,05%	1
69	000000000000000100000000000	561	0,04%	3
70	000000000000010000010100000	458	0,04%	1
71	000010000000000100000000000	437	0,03%	1
72	110001111110111010111100011	430	0,03%	1
73	000000000000010000000000001	402	0,03%	1
74	0100000000000000000001100011	351	0,03%	1
75	100000000000100000000000000	299	0,02%	2
76	000000000100000100000000000	296	0,02%	3
77	001001110000000000000000100	283	0,02%	1
78	010011001110001000001000000	283	0,02%	1
79	0000000010000000000000000001	207	0,02%	1
80	000000001000010000011000101	195	0,02%	1
81	000001011110001100001000101	174	0,01%	1
82	100100000000000000000000000	147	0,01%	1
83	0000000100000010000000000001	137	0,01%	1
84	010001111110011100111100111	128	0,01%	1
85	000000010000000000011000100	111	0,01%	1
86	0000000000100001000000000001	105	0,01%	1
87	0100000110000010000000000001	102	0,01%	1
88	0000000010000010000000000001	93	0,01%	1
89	0000000000000010100000100011	73	0,01%	1
90	0010100000100000000001000001	67	0,01%	1
91	010000000000000000000000000	46	0,00%	1
92	000001011110001000001000001	22	0,00%	1
93	1100000000001001000000000001	11	0,00%	1
94	000000000010010000001100000	5	0,00%	1

