

Natalie Seitz

Common Ownership im Wettbewerbsrecht



Nomos

Wirtschaftsrecht und Wirtschaftspolitik

herausgegeben von

Prof. Dr. Florian Bien

Prof. Dr. Ulrich Schwalbe

Prof. Dr. Heike Schweitzer

begründet von

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Ernst-Joachim Mestmäcker

Band 303

Natalie Seitz

Common Ownership im Wettbewerbsrecht



Nomos



Onlineversion
Nomos eLibrary

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

Zugl.: Würzburg, Univ., Diss., 2020

u.d.T.: „Common Ownership und Wettbewerbsrecht – Indirekte Horizontalverflechtungen durch nichtkontrollierende Minderheitsbeteiligungen im deutschen und europäischen Wettbewerbsrecht“

ISBN 978-3-8487-7620-7 (Print)

ISBN 978-3-7489-0997-2 (ePDF)

1. Auflage 2020

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2020. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2020 von der Graduate School of Law, Economics & Society (GSLES) der Julius-Maximilians-Universität Würzburg als Dissertation angenommen.

Mein ganz besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Prof. Dr. Florian Bien, Maître en Droit (Aix-Marseille III) für die hervorragende Betreuung und das große Engagement, mit dem er das Vorhaben begleitet und gefördert hat. Prof. Toker Doganoglu, Ph.D. danke ich für seine wertvollen Anregungen und Hinweise zu den ökonomischen Aspekten der Arbeit sowie die Erstellung des Zweitgutachtens.

Der Arbeitskreis Wirtschaft und Recht im Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft hat die Arbeit mit einem großzügigen Promotionsstipendium gefördert. Dafür bin ich sehr dankbar. Für die kurzfristige und dennoch so sorgfältige Durchsicht des Manuskripts danke ich Dr. Svenja Buckstegge und Prof. Dr. Lasse Gundelach ganz herzlich. Ferner danke ich den Herausgebern der Schriftenreihe „Wirtschaftsrecht und Wirtschaftspolitik“ für die Aufnahme der Arbeit in diese Reihe.

Meiner ganzen Familie danke ich für ihre Unterstützung und ihr Verständnis während meiner Ausbildung und der Entstehung dieser Arbeit. Mein größter Dank gilt meinem Mann Dr. Jascha Seitz, der wesentlich zum Gelingen dieses Projekts beigetragen hat und dessen Unterstützung für mich stets von unschätzbarem Wert ist. Die Arbeit ist meiner Großmutter Gisela Köpping und meinem Vater PD Dr. Sinan Cyba-Altunbay gewidmet.

Stuttgart, im Juni 2020

Natalie Seitz

Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis	17
Einleitung	19
Erster Teil: Common Ownership und wettbewerbliche Auswirkungen	22
I. Realphänomen Common Ownership	22
II. Wettbewerbsbeeinträchtigendes Potenzial von Common Ownership	34
III. Rezeption der Debatte in der Praxis der EU-Kommission	80
IV. Zwischenergebnis zum Ersten Teil	86
Zweiter Teil: Ursache-Wirkungs-Zusammenhang	89
I. Grundlagen	89
II. Anreizsteuerung über Vergütungssysteme	91
III. Aktive Einflussnahme	99
IV. Exit: Der Wall Street Walk	121
V. Passive Mechanismen	122
VI. Bewertung	123
VII. Zwischenergebnis zum Zweiten Teil	124
Dritter Teil: Kartellrechtliche Beurteilung de lege lata	126
I. Common Ownership als Gegenstand der Fusionskontrolle	127
II. Common Ownership als Gegenstand des Kartellverbots	144
III. Common Ownership als Gegenstand des Missbrauchsverbots	187
IV. Zwischenergebnis zum Dritten Teil	192
Vierter Teil: Lösungsansätze	194
I. Beschränkung von Anzahl und Höhe der Beteiligungen	195

Inhaltsübersicht

II. Fusionskontrollrechtliche Lösungsansätze	205
III. Anwendungsrahmen für das Kartellverbot	212
IV. Alternatives System der ex-post-Kontrolle	216
V. Flankierende Maßnahmen	217
VI. Zwischenergebnis zum Vierten Teil	222
Zusammenfassung und Ausblick	224
I. Erster Teil	224
II. Zweiter Teil	225
III. Dritter Teil	226
IV. Vierter Teil	227
V. Ausblick	228
Literaturverzeichnis	231

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	17
Einleitung	19
Erster Teil: Common Ownership und wettbewerbliche Auswirkungen	22
I. Realphänomen Common Ownership	22
1. Alternative Bezeichnungen	22
2. Der Begriff des institutionellen Investors	23
3. Ursachen für Common-Ownership-Verflechtungen	24
a) Strukturwandel bei Unternehmensbeteiligungen	24
b) Common Ownership als Folge von Anlagestrategien	26
aa) Aktive Anlagestrategien	26
bb) Passive Anlagestrategien	27
cc) Auswirkungen der Diversifizierung auf Beteiligungsstrukturen	27
c) Zwischenergebnis	28
4. Verbreitung von Common Ownership	29
a) Ausgangspunkt der Debatte: USA	29
b) Europa	31
5. Verwandte Phänomene	33
II. Wettbewerbsbeeinträchtigendes Potenzial von Common Ownership	34
1. Ökonomische Theorie	34
a) Unilaterale Effekte	35
aa) Verwandte Phänomene als Ausgangspunkt	35
(1) Überblick über zentrale theoretische Arbeiten zu möglichen unilateralen Effekten	36
(2) Betrachtung von Preissetzungsanreizen	37
(a) Preissetzungsanreize ohne jegliche Verflechtung	37
(b) Auswirkungen eines horizontalen Zusammenschlusses	38

(c) Auswirkungen direkter Minderheitsbeteiligungen unter Wettbewerbern und horizontaler Gemeinschaftsunternehmen	39
bb) Common Ownership als besonderer Fall der Minderheitsbeteiligungen	40
(1) Die Anreizsituation	40
(2) Auswirkungen auf den Wettbewerb im ökonomischen Modell	42
(3) Marktbedingungen	43
cc) Zwischenergebnis	44
b) Koordinierte Effekte	44
aa) Stillschweigende Kollusion	45
(1) Grundlagen	45
(2) Markttransparenz	47
(3) Nichtabweichen von der gemeinsamen Strategie	49
(a) Sanktionsmechanismus für Abweichen	49
(b) Anreiz zum Abweichen	50
(c) Verhältnis der gegenläufigen Auswirkungen	51
(4) Marktbedingungen	53
(5) Zwischenergebnis	53
bb) Signalwirkung	54
cc) Explizite Kollusion	54
2. Empirische Erkenntnisse	55
a) Frühe Untersuchungen: Airline-Studie und Bankenstudie	55
b) Reaktionen	57
c) Nachfolgende Untersuchungen	59
d) Zwischenergebnis	64
3. Quantifizierungsmethoden	65
a) Messung unilateraler Effekte	65
aa) MHHI	66
(1) Grundlagen	66
(2) Rechenbeispiele	68
bb) Andere Methoden	70
b) Messung koordinierter Effekte	70
4. Kritikpunkte	71
a) Methodische Kritik	71
b) Tatsächliche Berücksichtigung von Investoreninteressen	73

c) Eindeutiger Zusammenhang zwischen Verflechtungsgrad und Auswirkungen	73
d) Proportionalität von Beteiligungshöhe und Kontrolle/ Einfluss	74
e) Marktstruktur und MHHI	74
f) Nichtberücksichtigung von Beteiligungen in vor- und nachgelagerten Märkten	76
g) Vereinfachte Darstellung von Investoreninteressen	77
h) Zwischenergebnis	78
5. Mögliche positive Auswirkungen	78
III. Rezeption der Debatte in der Praxis der EU-Kommission	80
1. Dow/DuPont	80
2. Bayer/Monsanto	83
a) Zahlen zu Verflechtungen	84
b) Rückschlüsse der Kommission	85
IV. Zwischenergebnis zum Ersten Teil	86
Zweiter Teil: Ursache-Wirkungs-Zusammenhang	89
I. Grundlagen	89
1. Heterogenes Verhalten institutioneller Investoren	90
2. Passive Investoren sind nicht passive Eigentümer	90
II. Anreizsteuerung über Vergütungssysteme	91
1. Wettbewerbsdämpfende Vergütungskomponenten?	91
2. Einflussmöglichkeiten von Investoren auf die Vergütung	93
3. Tatsächliche Ausgestaltung von Vergütungssystemen	94
4. Zwischenergebnis	99
III. Aktive Einflussnahme	99
1. Formelle Einflussnahme	100
a) Stimmrechtsausübung	100
aa) Rahmenbedingungen	100
(1) Perspektive der Wiederwahl als Anreiz für das Management?	100
(2) Gegenstand der Stimmrechtsausübung	101
bb) Abstimmverhalten	103
(1) Passives Verhalten als Folge des Kollektivhandlungsproblems	103
(2) Gewandelte Rolle der institutionellen Investoren	104

(3) Die Einbeziehung von Stimmrechtsberatern	105
(4) Konkrete Ausübung der Stimmrechte	107
cc) Faktisch erhöhter Einfluss?	108
(1) Präsenzquoten und Streubesitz	108
(2) Gleichförmige Stimmrechtsausübung	109
dd) Zwischenergebnis	111
b) Weitere formelle Instrumente	112
2. Informelle Einflussnahme	113
a) Bilaterale Gespräche	113
b) Öffentliche Äußerungen	115
c) Anekdotische Evidenz	115
d) Zwischenergebnis	116
3. Relevanz der jeweiligen Einflussnahmeinstrumente für institutionelle Investoren	117
4. Rechtliche Grenzen der aktiven Einflussnahme	118
a) Treuepflichten gegenüber dem Beteiligungsunternehmen	118
b) Pflichten aus der Stellung als Vermögensverwalter	119
c) Gleichbehandlungsgebot des § 53 a AktG	120
d) Insiderrechtliche Grenzen	121
e) Kartellverbot	121
IV. Exit: Der Wall Street Walk	121
V. Passive Mechanismen	122
VI. Bewertung	123
VII. Zwischenergebnis zum Zweiten Teil	124
Dritter Teil: Kartellrechtliche Beurteilung de lege lata	126
I. Common Ownership als Gegenstand der Fusionskontrolle	127
1. Materielle Fusionskontrolle	127
a) Begründung einer marktbeherrschenden Stellung	128
b) Sonstige erhebliche Behinderung wirksamen Wettbewerbs	128
2. Formelle Fusionskontrolle	131
a) Zusammenschlusstatbestand des Kontrollerwerbs	131
aa) Alleinige Kontrolle	131
bb) Gemeinsame Kontrolle	132

b) Wettbewerblich erheblicher Einfluss nach § 37 Abs. 1 Nr. 4 GWB	133
aa) Anwendungsbereich des Zusammenschlusstatbestands	133
(1) Wortlaut	134
(2) Telos	135
(3) Wille des Gesetzgebers	135
(4) Systematik	136
bb) Common-Ownership-Beteiligung als sonstiger wettbewerblich erheblicher Einfluss	137
(1) Gesellschaftsrechtliche Vermittlung des Einflusses	137
(2) Möglichkeit der Einflussnahme	138
(3) Wettbewerbliche Relevanz	141
cc) Zwischenergebnis	141
dd) Stellungnahme	142
3. Zwischenergebnis zur Fusionskontrolle	143
II. Common Ownership als Gegenstand des Kartellverbots	144
1. Eingrenzung der Untersuchung	145
2. Vertikales Verhältnis zwischen Investor und Beteiligungsunternehmen	145
a) Anwendbarkeit des Kartellverbots	146
b) Vereinbarung	147
c) Wettbewerbsbeschränkung	148
d) Einschränkende Bemerkungen und Stellungnahme	149
3. Horizontales Verhältnis zwischen Beteiligungsunternehmen mit gemeinsamem Investor	151
a) Explizite Absprachen	151
b) Informationsaustausch	152
aa) Earnings Calls	153
(1) US-amerikanische Praxis zum Informationsaustausch bei Earnings Calls	154
(2) Rechtliche Einordnung	155
(3) Einschränkende Bemerkungen: Bezug zu Common Ownership	159
bb) One-on-Ones	160
(1) Rechtliche Einordnung	160
(2) Einschränkende Bemerkungen: Fehlende Anhaltspunkte	162

c) Parallelverhalten	162
aa) Reines Parallelverhalten als abgestimmte Verhaltensweise?	163
bb) Indizfunktion	164
d) Zwischenfazit	165
4. Anteilserwerb als Gegenstand des Kartellverbots	165
a) Anwendbarkeit auf strukturelle Veränderungen	166
aa) Gerichtliche und behördliche Praxis	167
bb) Literatur	169
b) Verhältnis zur Fusionskontrolle	170
c) Anteilserwerb als Vereinbarung zwischen Unternehmen	171
aa) Begriff der Vereinbarung	171
bb) Anteilserwerb über die Börse	172
cc) Zwischenfazit	173
d) Wettbewerbsbeschränkung	173
aa) Bezweckte Wettbewerbsbeschränkung	173
bb) Bewirkte Wettbewerbsbeschränkung	174
cc) Beweisfragen	176
e) Stellungnahme	177
aa) Grundsätzliche Anwendbarkeit in der Common-Ownership-Konstellation	177
bb) Praktische Schwierigkeiten	180
(1) Sinnhaftigkeit der Betrachtung einer einzelnen Beteiligung	180
(2) Zivilrechtliche Nichtigkeitsfolge	182
f) Zwischenergebnis	184
5. Zwischenergebnis zum Kartellverbot	186
III. Common Ownership als Gegenstand des Missbrauchsverbots	187
1. Gemeinsame marktbeherrschende Stellung	188
2. Preishöhenmissbrauch	191
3. Zwischenergebnis zum Missbrauchsverbot	192
IV. Zwischenergebnis zum Dritten Teil	192
Vierter Teil: Lösungsansätze	194
I. Beschränkung von Anzahl und Höhe der Beteiligungen	195
1. Ausgestaltung des Vorschlags	195

2. Zweckmäßigkeit	196
a) Beteiligung an nur einem Unternehmen pro Branche	197
aa) Praktische Folgen und Zielkonflikt mit Diversifikationsstrategien	197
bb) Stellungnahme	198
b) Beschränkung der Investoren auf rein passives Verhalten ohne Kommunikation	200
c) Beschränkung mehrerer Beteiligungen auf 1 % Marktanteil pro Branche	202
3. Praktikabilität	204
4. Stellungnahme	204
II. Fusionskontrollrechtliche Lösungsansätze	205
1. Erweiterung der formellen Fusionskontrolle	206
a) Schaffung eines niedrigschwelligen Zusammenschlusstatbestands?	206
b) Safe-Harbor-Regelungen	208
2. Berücksichtigung in der herkömmlichen Fusionskontrolle	210
3. Zwischenergebnis	211
III. Anwendungsrahmen für das Kartellverbot	212
1. Sektoruntersuchungen als geeigneter Rahmen	212
2. Mögliche Maßnahmen infolge der Sektoruntersuchung	213
3. Anwendung auf Common-Ownership-Verflechtungen	214
4. Zwischenergebnis	215
IV. Alternatives System der ex-post-Kontrolle	216
V. Flankierende Maßnahmen	217
1. Einfachere Identifizierung von Verflechtungsstrukturen	217
2. Transparenzerhöhende Maßnahmen	219
3. Stellungnahme: Weitergehende Maßnahmen	220
4. Zwischenergebnis	221
VI. Zwischenergebnis zum Vierten Teil	222
Zusammenfassung und Ausblick	224
I. Erster Teil	224
II. Zweiter Teil	225
III. Dritter Teil	226
IV. Vierter Teil	227

Inhaltsverzeichnis

V. Ausblick	228
Literaturverzeichnis	231

Abkürzungsverzeichnis

AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Anh.	Anhang
Aufl.	Auflage
BB	Betriebs-Berater
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BKartA	Bundeskartellamt
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft und Energie
bspw.	beispielsweise
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
DAX	Deutscher Aktienindex
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DIRK	Deutscher Investor Relations Verband
DIW	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
DOJ	U.S. Department of Justice
ebd.	ebenda
ECGI	European Corporate Governance Institute
ETF	exchange-traded fund
EUR	Euro
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
f./ff.	folgende Seite(n)
Fn.	Fußnote
FTC	Federal Trade Commission
ggf.	gegebenenfalls
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
HHI	Herfindahl-Hirschman-Index
HV	Hauptversammlung
IESE	Instituto de Estudios Superiores de la Empresa
Inc.	Incorporation

Abkürzungsverzeichnis

KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
Ltd.	Limited
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MHHI	Modified Herfindahl-Hirschman-Index
MIT	Massachusetts Institute of Technology
NBER	National Bureau of Economic Research
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZKart	Neue Zeitschrift für Kartellrecht
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
plc	public limited company
Rn.	Randnummer
S&P 500	Standard & Poor's 500
SE	Societas Europaea
SEC	United States Securities and Exchange Commission
sog.	sogenannte(r)/(s)
US	United States
USA	United States of America
USD	United States Dollar
vgl.	vergleiche
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
z.B.	zum Beispiel
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZWeR	Zeitschrift für Wettbewerbsrecht

Einleitung

In den letzten Jahrzehnten hat sich die Beteiligungsstruktur an Unternehmen weltweit merklich gewandelt. Institutionelle Investoren dominieren seit geraumer Zeit die Kapitalmärkte, während der Anteil der Privatanleger an den Anteilseignern börsennotierter Unternehmen immer weiter zurückgeht.

Neuere empirische Arbeiten aus den USA untersuchen Unternehmensverflechtungen von Wettbewerbern, die durch gemeinsame institutionelle Investoren als Anteilseigner zustande kommen. Diese Verflechtungsstrukturen sind unter dem Schlagwort „Common Ownership“ bekannt geworden. In einer Studie, die den Ausgangspunkt der öffentlichen Diskussion zum Thema bildet, haben *Azar et al.*¹ die Existenz einer solchen Verflechtungsstruktur in der US-amerikanischen Luftfahrtbranche identifiziert und sich mit deren möglicherweise negativen Auswirkungen auf den Produktwettbewerb im Angebotsmarkt für Flüge auseinandergesetzt.

„Common Ownership“ ist die aus der US-amerikanischen Debatte entnommene Bezeichnung für eine gesellschaftsrechtliche Verflechtung, die sich – jedenfalls nahe am Wortlaut – als „gemeinsame Eigentümerstruktur“ übersetzen lässt.² Unternehmen, die auf denselben Produktmärkten miteinander im Wettbewerb stehen, befinden sich hierbei im Eigentum derselben Investoren.³ Bei den Investoren handelt es sich um institutionelle Investoren. Ihre Beteiligungen sind Minderheitsbeteiligungen, die sich im einstelligen Prozentbereich bewegen. Oft liegen die Stimmrechtsanteile sogar nur bei unter einem bis fünf Prozent und damit deutlich unterhalb dessen, was in der Vergangenheit als Erwerb einer möglicherweise kartellrechtlich relevanten Minderheitsbeteiligung eingestuft wurde.⁴

Hinweise auf negative Auswirkungen dieser Verflechtungsstrukturen auf den Wettbewerb verdichten sich und haben jenseits des Atlantiks eine bislang vorwiegend akademische Diskussion über die Interpretation einschlägiger ökonomischer Studien und ihre kartellrechtlichen Implikatio-

1 *Azar/Schmalz/Tecu*, 73 *Journal of Finance* 1513 (2018).

2 *Seldeslachts/Newham/Banal-Estanol*, DIW Wochenbericht 30/2017, S. 611.

3 *Seldeslachts/Newham/Banal-Estanol*, DIW Wochenbericht 30/2017, S. 611.

4 *Campbell*, A Competition Law Analysis of Common Shareholdings, CPI Antitrust Chronicle, Oktober 2018, S. 2.

nen ins Rollen gebracht. Mittlerweile ist das Thema auch in Europa angekommen.⁵ In den USA ist die kontrovers geführte Debatte zwischenzeitlich so weit gediehen, dass Common Ownership bereits als größte Wettbewerbsbedrohung unserer Zeit ausgemacht wurde.⁶ Damit ist die Frage aufgeworfen, ob diese Aussage im Kern zutreffend ist. Die vorliegende Arbeit setzt sich deshalb mit der kartellrechtlichen Beurteilung der Verflechtungsstrukturen nach deutschem und europäischem Recht auseinander.

Ein Problemaufriss mit einer Darstellung der Grundlagen für das Realphänomen Common Ownership führt in die Thematik ein. Danach wird das wettbewerbsbeeinträchtigende Potenzial von Common Ownership eingehend untersucht. Dies umfasst theoretische und empirische ökonomische Erkenntnisse, die als Grundlage für eine nachfolgende kartellrechtliche Beurteilung der Verflechtungsstrukturen herausgearbeitet werden sowie den aktuellen Streitstand (*Erster Teil*).

Für ein verbessertes Verständnis der potenziell nachteiligen Wirkungsweise der Unternehmensverflechtungen werden im Anschluss mögliche Kanäle der Einflussnahme institutioneller Investoren auf ihre Portfoliounternehmen untersucht (*Zweiter Teil*).

Bei hinreichendem Wettbewerbsbeschränkungspotential müssen sich die indirekten Unternehmensverflechtungen am europäischen und deutschen Kartellrecht messen lassen. Hierbei werden die gewonnenen Erkenntnisse einer kartellrechtlichen Prüfung unterzogen. Als potenzielle Instrumente zur Lösung wettbewerblicher Nachteile sind alle drei Säulen des Kartellrechts angesprochen: Es kommt zunächst eine Prüfung der Beteiligungsstrukturen im Rahmen der Fusionskontrolle in Betracht. Des Weiteren ist zu erwägen, ob auf gewisse Verhaltensweisen das Kartellver-

5 Vgl. *Monopolkommission*, Wettbewerb 2016, Hauptgutachten Nr. 21, 2016, Rn. 667 ff.; *Monopolkommission*, Wettbewerb 2018, Hauptgutachten Nr. 22, 2018, Rn. 413 ff.; *EU-Kommission*, Case M.7932 – Dow/DuPont, Entscheidung vom 27.03.2017, Annex 5; *EU-Kommission*, Case M.8084 – Bayer/Monsanto, Entscheidung vom 21.3.2018; MüKoWettbR/*Eilmansberger/Bien*, 3. Aufl. 2020, AEUV Art. 102 Rn. 800 f.; Immenga/Mestmäcker/*Thomas*, 6. Aufl. 2020, GWB § 36 Rn. 360 ff.; *Schwalbe*, WuW 2020, 132; *ders.*, WuW 2020, 191; *Wambach/Weche*, Wirtschaftsdienst 2019, 575; *Weck*, WuW 2018, 294, 299; *Wiedemann* in *Wiedemann*, Handbuch des Kartellrechts, 4. Aufl. 2020, § 1 Rn. 36d; *Wilson* in *Dauses/Ludwigs*, Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, Losebl., Stand: März 2019, H. I. § 4 Fusionskontrolle Rn. 9; *Zimmer*, WuW 2019, 1.

6 *Elhauge*, How Horizontal Shareholding Harms Our Economy - And Why Antitrust Law Can Fix It, 2019, S. 83, <https://ssrn.com/abstract=3293822>: „Horizontal shareholding poses the greatest anticompetitive threat of our time, mainly because it is the one anticompetitive problem we are doing nothing about.“

bot nach Art. 101 AEUV beziehungsweise § 1 GWB und das Missbrauchsverbot nach Art. 102 AEUV beziehungsweise § 19 GWB angewendet werden können (*Dritter Teil*).

Abschließend ist der Frage nachzugehen, ob geltendes Recht bei einer tatsächlichen wettbewerblichen Bedrohung durch Common Ownership einen ausreichenden Rahmen bietet, um dieser zu begegnen oder ob kartellrechtliche oder andere regulatorische Maßnahmen *de lege ferenda* in Erwägung zu ziehen sind (*Vierter Teil*).

Erster Teil: Common Ownership und wettbewerbliche Auswirkungen

Im *Ersten Teil* der Arbeit werden die tatsächlichen und ökonomischen Grundlagen erarbeitet, die eine spätere kartellrechtliche Einordnung von Common Ownership ermöglichen sollen. Zunächst geht die Untersuchung deshalb der Frage nach, welches Phänomen sich hinter dem Begriff „Common Ownership“ verbirgt, worin die Ursachen hierfür liegen und wie verbreitet es ist. Ein Überblick über verwandte Phänomene leitet zu theoretischen und empirischen ökonomischen Erkenntnissen hinsichtlich eines wettbewerbsbeeinträchtigenden Potenzials von Common Ownership über.

I. Realphänomen Common Ownership

1. Alternative Bezeichnungen

Die Monopolkommission hat die unter dem Begriff „Common Ownership“ eingeführte Verflechtungsstruktur als „Unternehmensverflechtungen über indirekte Minderheitsbeteiligungen“ oder „indirekte Horizontalverflechtung über institutionelle Investoren“ bezeichnet.⁷ Damit hat sie in ihrem 22. Hauptgutachten präzisierende deutsche Übersetzungen für den in der US-amerikanischen Literatur vorherrschenden⁸ Begriff „Common Ownership“ eingeführt. In der vorliegenden Arbeit wird jedoch die englische Bezeichnung als griffigeres Schlagwort verwendet.

⁷ Monopolkommission, Wettbewerb 2018, Hauptgutachten Nr. 22, 2018, Rn. 413, 471.

⁸ Anders bezeichnet als „*Horizontal Shareholding*“ jedenfalls von *Elbauge*, 109 Harvard Law Review 1267 (2016).

2. Der Begriff des institutionellen Investors

An den als „Common Ownership“ bekannt gewordenen Beteiligungsstrukturen sind auf Anlegerseite institutionelle Investoren beteiligt.⁹ Es ist deshalb zu klären, was unter institutionellen Investoren zu verstehen ist. Für den Begriff des institutionellen Investors existiert keine einheitliche Definition.¹⁰ Oft findet eine Annäherung über die Abgrenzung zum Privat Anleger statt.¹¹ Anders als dieser verwaltet der institutionelle Investor das ihm zur Verfügung stehende Kapital professionell, also gewerbsmäßig.¹² Es handelt sich in der Regel um große Kapitalvolumina, die er für andere möglichst gewinnbringend anlegt. Im Kontext der Common-Ownership-Debatte sind institutionelle Investoren solche, die gebündelt Kapital im Auftrag ihrer Kunden anlegen.¹³ Investmentfonds, Versicherungsunternehmen, Pensionsfonds und Kreditinstitute sind ihre wesentlichen Vertreter.

Im deutschsprachigen Raum werden die Begriffe des institutionellen Anlegers und des institutionellen Investors häufig synonym verwendet.¹⁴ Ein Vorschlag zur trennscharfen Verwendung versteht institutionelle Anleger als Untergruppe der institutionellen Investoren, die ausschließlich In-

9 Das bedeutet nicht, dass *institutionelle* Investoren eine notwendige Bedingung für Common Ownership sind. Auch andere Anteilseigner von Unternehmen können grundsätzlich auf diese Weise Verflechtungen erzeugen. Da sich die Debatte auf empirische Erkenntnisse stützt, in denen die Common Owner aber tatsächlich institutionelle Investoren sind, stehen diese auch im Fokus dieser Arbeit.

10 Çelik/Isaksson, OECD Journal: Financial Market Trends Volume 2013/2, 93, 95 f.; Schmolke, ZGR 2007, 701, 704; vgl. hierzu auch Bassler, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, 2015, S. 33 ff.

11 Vgl. zum Beispiel *Bundesbank*, <https://www.bundesbank.de/action/de/723820/bbksearch?firstLetter=I&contentId=652462#anchor-652462> (Stand: 15.02.2020); *Bundeszentrale für politische Bildung*, Institutionelle Investoren: Verwaltetes Vermögen in Prozent des jeweiligen Bruttoinlandsprodukts, 2015, <http://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52609/institutionelle-investoren> (Stand: 15.02.2020).

12 Bassler, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, 2015, S. 76.

13 Seldeslachts/Newham/Banal-Estanol, DIW Wochenbericht 30/2017, S. 611.

14 Bassler, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, 2015, S. 59; vgl. z.B. BT-Drs. 14/7736, 1; vgl. bspw. Winkler, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, 2008, S. 32.

vestitionen in Kapitalanlagen tätigen.¹⁵ Andere Investitionen, die nicht unter diesen engeren Begriff fallen sollen, sind beispielsweise Realinvestitionen wie die Reparatur von Produktionsmaschinen oder immaterielle Investitionen in gewerbliche Schutzrechte oder Patente.¹⁶ Angesichts der faktisch synonymen Verwendung der Begriffe ist eine solche Abgrenzung für die vorliegende Untersuchung nicht von Belang. Sie wird deshalb im Folgenden nicht angewandt. Aus Gründen der Klarstellung wird lediglich festgehalten, dass in der Common-Ownership-Debatte mit beiden Begriffen jedenfalls institutionelle Investoren in ihrer Rolle als Anteilseigner an einem Portfoliounternehmen gemeint sind.¹⁷

3. Ursachen für Common-Ownership-Verflechtungen

Die aktuelle Debatte wirft die Frage auf, welche Ursachen für Common-Ownership-Strukturen verantwortlich sind. Hierbei kommt zunächst der zunehmenden Institutionalisierung der Kapitalanlage und den immer größer werdenden Anlagevolumina eine wichtige Rolle zu. Für die Erklärung konkreter Mehrfachbeteiligungen eines Investors an konkurrierenden Unternehmen lassen sich die jeweiligen Anlagestrategien heranziehen.

a) Strukturwandel bei Unternehmensbeteiligungen

Institutionelle Investoren haben in den letzten Jahrzehnten an Einfluss gewonnen, weil das von ihnen verwaltete Vermögen größer geworden ist. Im Zeitraum von 1995 bis 2005 stieg das von institutionellen Investoren verwaltete Vermögen gemessen am jeweiligen Bruttoinlandsprodukt in den USA von 140,8 % auf 191,2 % an; in Deutschland von 56,4 % auf 116,0 %.¹⁸

15 *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, 2015, S. 64.

16 *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, 2015, S. 62.

17 Ein solches Verständnis liegt auch außerhalb der Common-Ownership-Debatte zumeist vor, vgl. *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, 2015, S. 63.

18 *Gonnard/Kim/Ynesta*, OECD Journal: Financial Market Trends Volume 2008/2, S. 3 f. Unter den Begriff der institutionellen Investoren fallen in dieser Statistik Investmentfonds, Versicherungsunternehmen, Pensionsfonds und sonstige institutionelle Anleger, vgl. ebd. Fn. 1.

Im Durchschnitt der OECD-Länder Australien, Österreich, Belgien, Kanada, Dänemark, Finnland, Frankreich, Deutschland, Griechenland, Japan, Luxemburg, den Niederlanden, Norwegen, Spanien, der Türkei, des Vereinigten Königreichs und der USA war ein Anstieg von 110,2 % auf 162,6 % zu verzeichnen.¹⁹

Aktuellere Zahlen belegen diesen Trend auch für die letzten Jahre: Das von institutionellen Investoren verwaltete Vermögen gemessen am jeweiligen BIP stieg von 2010 bis 2017 beispielsweise in den USA von 232,6 % auf 268,4 % und in Deutschland von 113,7 % auf 141,8 % an.²⁰ Absolute Zahlen sprechen eine noch deutlichere Sprache: Allein in Deutschland ist das Anlagevermögen institutioneller Investoren zwischen 1995 und 2007 um das Zweieinhalbfache von umgerechnet 971 Milliarden USD auf 2,422 Billionen USD angestiegen.²¹ Im kürzeren Zeitraum von 2010 bis 2017 fand eine weitere Steigerung um mehr als das Anderthalbfache von 2,934 Billionen EUR auf 4,645 Billionen EUR statt.²²

Die erhebliche Bedeutung, die institutionellen Investoren aufgrund dieser Entwicklungen mittlerweile zukommt, zeigt ein Blick auf die Beteiligungsstrukturen an börsennotierten Unternehmen: Betrachtet man die Aktionärsstruktur der DAX-Anteilseigner im Jahr 2018, so entfallen 20 % auf strategischen Anteilsbesitz (Ankerinvestoren wie beispielsweise Investorenfamilien und Stiftungen²³), auf Privatanleger 17,7 % und auf Handelsbestände der Broker und Depotbanken 2,2 %. Den mit Abstand größten Anteil von 60,1 % machen jedoch institutionelle Investoren aus.

Hintergrund für die gestiegene Bedeutung der institutionellen Investoren ist unter anderem eine generelle Institutionalisierung der Finanzver-

19 Gonnard/Kim/Ynesta, OECD Journal: Financial Market Trends Volume 2008/2, S. 3 f. Für weitere OECD-Länder lagen keine Zahlen vor.

20 OECD, OECD Institutional Investors Statistics 2018, S. 12 ff. Unter den Begriff der institutionellen Investoren fallen in dieser Statistik (nur) Investmentfonds, Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds, nicht jedoch Banken. Dass diese hier nicht als institutionelle Investoren gelten, könnte den unterschiedlichen Definitionen des Begriffs geschuldet sein. Nach der Abgrenzung von Bassler handelt es sich bei Banken um institutionelle Investoren, aber nicht um institutionelle Anleger, vgl. Bassler, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, 2015, S. 63 f.

21 Gonnard/Kim/Ynesta, OECD Journal: Financial Market Trends Volume 2008/2, S. 5.

22 OECD, OECD Institutional Investors Statistics 2018, S. 62 ff.

23 IHS Markit/DIRK, Investoren der Deutschland AG 6.0 – Who owns the German DAX? The Ownership Structure of the German DAX 30, 2019, S. 8.