

# Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	7
A. Einleitung	15
B. Tatsächlicher Hintergrund	19
I. Das Phänomen „Common Ownership“	19
1) Begrifflichkeiten	20
2) Investmenttheoretischer Hintergrund	27
3) Das Ausmaß indirekter Horizontalverflechtungen	29
a) Deutschland und Europa	29
b) USA	31
4) Maßzahlen indirekter Horizontalverflechtungen	31
II. Mögliche Schadenstheorien	38
1) Unilaterale Effekte	38
a) Ökonomische Anreize diversifizierter Investoren	39
aa) Modelltheoretische Anreize	40
bb) Grenzen des Modells	42
(1) Wettbewerb unter Vermögensverwaltern	42
(a) Arten von Anreizen für Vermögensverwalter	43
(b) Auswirkungen auf verschiedene Arten von Fonds	45
(c) Kritik	49
(d) Stellungnahme	52
(2) Vertikale Diversifikation	55
(3) Unterschiedliche Interessen verschiedener Fonds eines Vermögensverwalters	58
cc) Zwischenergebnis	59
b) Möglichkeiten der Einflussnahme	60
aa) Einflussnahme durch Investoren	61
bb) Mögliche Mechanismen im Einzelnen	63
(1) Stimmrechte („Vote“)	63
(a) Wahlen und Entlastungsbeschlüsse	64

(b) Sonstige Entscheidungen	68
(c) Ausmaß des Einflusses durch Stimmrechte	71
(d) Die Rolle der Stimmrechtsberater	74
(e) Zwischenergebnis	76
(2) Direkter Kontakt („Voice“)	78
(a) Ablauf	78
(b) Grenzen	80
(c) Öffentliche Kommunikation	83
(d) Zwischenergebnis	84
(3) Verkauf von Anteilen („Exit“)	85
(4) Einfluss durch Passivität („The Quiet Life“)	86
(a) Selektive Passivität	87
(b) Generelle Passivität	88
(c) Verhältnis der Formen von Passivität	89
(d) Zwischenergebnis	90
(5) Finanzielle Anreize	91
(a) Relative Bemessungsgrundlagen („Relative Performance Evaluation“)	92
(aa) Mechanismus	92
(bb) Der Vorwurf der „Branchenabhängigen Vergütung“	94
(cc) Kritik	96
(b) Einflussnahme auf variable Vergütung im Allgemeinen	97
(aa) Mechanismus	97
(bb) Kritik	100
(c) Einflussmöglichkeiten auf Vergütungsstrukturen	103
(aa) <i>Say on Pay</i>	103
(bb) Bedingte Kapitalerhöhung	105
(cc) Sonstige Einflussmöglichkeiten	107
(d) Empirische Untersuchungen	108
(e) Zwischenergebnis	109
(cc) Bedeutung der verwendeten Mechanismen	111
(dd) Zwischenergebnis	113
c) Ergebnis zu unilateralen Effekten	115

2) Koordinierte Effekte	116
a) Stillschweigende Kollusion	118
aa) Erhöhte Markttransparenz	119
bb) Ermöglichung stillschweigender Kollusion durch Anreize und Sanktionen	122
cc) Außenwettbewerb	125
dd) Zwischenergebnis	126
b) Beteiligungsstruktur als Signal	126
c) „Klassische“ Kartellabsprachen	128
d) Ergebnis zu koordinierten Effekten	129
3) Positive Effekte indirekter Horizontalverflechtungen	130
a) Positive Effekte auf Ebene der Portfoliounternehmen	131
b) Sonstige Vorteile	136
c) Ergebnis zu positiven Effekten	138
<b>III. Empirische Untersuchungen</b>	<b>139</b>
1) Darstellung der Untersuchungen des <i>Airline-Papers</i> und des <i>Banking-Papers</i>	140
a) Das <i>Airline-Paper</i>	141
b) Das <i>Banking-Paper</i>	142
c) Kritik am <i>Airline-</i> und <i>Banking-Paper</i>	143
2) Untersuchungen in der EU und in Deutschland	146
3) Weitere Studien	149
a) Studien zu möglichen Einflusskanälen	150
b) Studien zu Auswirkungen auf Marktergebnisse	152
4) Bewertung der empirischen Beweislage	155
<b>IV. Entscheidungspraxis und Reformbemühungen</b>	<b>156</b>
1) Entscheidungen der Europäischen Kommission	156
a) <i>Airtours/FirstChoice</i>	156
b) <i>Dow/DuPont</i>	159
c) <i>Bayer/Monsanto</i>	165
d) Weitere Entwicklungen der Kommissionspraxis	167
2) Hauptgutachten 2016, 2018 und 2022 der Monopolkommission	168
3) OECD-Report zu den Auswirkungen indirekter Horizontalverflechtungen	171
4) Verordnungsentwurf der <i>Federal Trade Commission</i>	172
5) Verfahren des <i>Department of Justice</i>	174
6) Verfahren der <i>Competition Commission of India</i>	174

7) Sektoruntersuchung der Hellenischen Wettbewerbskommission	176
8) Ergebnis zur Entscheidungspraxis und zu Reformbemühungen	177
V. Ergebnis zum Abschnitt B	178
 C. Notwendigkeit einer gesetzlichen Regelung	183
I. Aktuelle Rechtslage	184
1) Wettbewerbsrecht	184
a) Kartellverbot	184
aa) Die einzelnen Tatbestandsmerkmale	185
(1) Der Unternehmensbegriff	186
(2) Das Mittel der Wettbewerbsbeschränkung	186
(3) Die Wettbewerbsbeschränkung	187
bb) Anwendung auf die Beteiligung	187
(1) Die <i>Philip Morris</i> -Entscheidung des EuGH	188
(2) Fortwirkung	188
(3) Anwendung auf Common-Ownership-Konstellationen	189
(a) Anknüpfungspunkt der Vereinbarung	190
(aa) Der Erwerb der Beteiligung	191
(bb) Satzung des Portfoliounternehmens	193
(b) Wettbewerbsbeschränkung	195
(4) Rechtsfolge	198
(5) Zwischenergebnis	200
cc) Anwendung auf einzelne Einflusskanäle	201
(1) Hauptversammlungsbeschlüsse	201
(2) Direkter Kontakt	201
(3) Veräußerungen	202
(4) Vergütungsstrukturen	203
(5) Zwischenergebnis	204
dd) Ergebnis zum Kartellverbot	204
b) Marktmachtmisbrauch	205
aa) Europäisches Marktmachtmisbrauchsverbot (Art. 102 AEUV)	205
(1) Marktmacht	206
(2) Missbrauch der Marktmacht	209

(3) Zwischenergebnis	211
bb) Weitergehende Vorschriften des GWB	211
(1) Verbote Veranlassungsmaßnahmen (§ 21 Abs. 2 GWB)	212
(2) Verbotener Zwang (§ 21 Abs. 3 GWB)	214
(3) Zwischenergebnis	214
cc) Ergebnis zum Marktmachtmissbrauch	215
c) Common Ownership in der Fusionskontrolle	215
aa) Erwerb horizontaler Minderheitsbeteiligungen als Gegenstand der Fusionskontrolle	216
(1) Anmeldepflicht nach FKVO	216
(2) Anmeldepflicht nach GWB	218
(3) Materiellrechtliche Erwägungen	221
(4) Zwischenergebnis	222
bb) Zusammenschluss von Portfoliounternehmen in der Fusionskontrolle	223
(1) Vertretene Ansichten	223
(2) Stellungnahme	225
(3) Zwischenergebnis	229
cc) Ergebnis zur Fusionskontrolle	230
d) Ergebnis zum Wettbewerbsrecht	230
2) Kapitalmarktrecht	231
a) Transparenzvorgaben für Corporate-Governance- Maßnahmen (§§ 134a ff. AktG)	232
b) <i>Acting-in-Concert</i>	234
c) Verhaltenspflichten für Investmentfonds	236
d) Emittentenbezogene Anlagegrenzen (§ 210 Abs. 2 S. 1 KAGB)	239
e) Gleichbehandlung der Anleger (§ 48 Abs. 1 Nr. 1 WpHG)	241
f) Ergebnis zum Kapitalmarktrecht	241
3) Aktienrecht	242
a) Treuepflicht	243
aa) Inhalt der Treuepflicht des Vorstands	243
bb) Inhalt der Treuepflicht der Aktionäre	245
cc) Handeln zum Nachteil der Gesellschaft	249
dd) Rechtsfolgen	252
b) Schädliche Einflussnahme (§ 117 AktG)	253

c) Gleichbehandlung der Aktionäre (§ 53a AktG)	255
d) Gewährung von Sondervorteilen (§ 243 Abs. 2 S. 1 AktG)	257
e) Vorschriften zur Vorstandsvergütung	257
f) Ergebnis zum Aktienrecht	258
4) Ergebnis zur aktuellen Rechtslage	260
II. Die diskutierten Regulierungsvorschläge im Einzelnen	261
1) Der Ansatz <i>Elhauges</i>	263
a) Inhalt	263
b) Stellungnahme	265
aa) Undurchführbarkeit „begrenzter“ Diversifikation	265
(1) Diversifikation in den Grenzen des MHHI	266
(2) Rein „nicht-horizontale“ Diversifikation	268
bb) Ineffektivität der vollständigen Passivität	273
cc) Zwischenergebnis	276
2) Der Ansatz von <i>Posner et al.</i>	276
a) Inhalt	277
b) Stellungnahme	278
3) <i>Safe Harbours</i>	281
4) Absenkung fusionskontrollrechtlicher Schwellen	282
5) Einzelmaßnahmen	284
a) Offenlegung von Beteiligungsverhältnissen	284
b) Transparenz des direkten Kontakts	285
c) Bericht zur wettbewerblichen Wirkung der Vergütungsstruktur	288
d) Verhaltensgrenzen	290
aa) Verbot antikompetitiver Einflussnahme	290
bb) Verbote der Einflussnahme	291
6) Ergebnis	292
III. Stellungnahme	292
D. Zusammenfassung und Ergebnis	297
Literaturverzeichnis	301