

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 382

Minderheitsbeteiligungen institutioneller Investoren in der Wettbewerbsordnung

Von

Raoul Manuel Erman



Duncker & Humblot · Berlin

RAOUL MANUEL ERMAN

Minderheitsbeteiligungen institutioneller Investoren
in der Wettbewerbsordnung

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 382

Minderheitsbeteiligungen institutioneller Investoren in der Wettbewerbsordnung

Von

Raoul Manuel Erman



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristenfakultät der Universität Leipzig
hat diese Arbeit im Jahr 2025 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2026 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpär
Druck: Prime Rate Zrt., Budapest, Ungarn

ISSN 0582-026X
ISBN 978-3-428-19759-0 (Print)
ISBN 978-3-428-59759-8 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,
12165 Berlin, Germany | E-Mail: info@duncker-humblot.de
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

Inhaltsübersicht

Einleitung	25
------------------	----

1. Teil

Beteiligungsverflechtungen institutioneller Investoren und ihre kapitalmarktrechtliche Regulierung	28
I. Der institutionelle Investor als Marktteilnehmer	28
1. Begriffliche Eingrenzung	28
2. Kategorisierung und Tätigkeitsprofile institutioneller Investoren	33
3. Wachsender Einfluss institutioneller Investoren in Zahlen	43
II. Verflechtungen als Marktstrukturphänomen	45
1. Indirekte Verflechtungsstrukturen über institutionelle Investoren	46
2. Ursachen erheblicher Verflechtungen	52
3. Aus Verflechtungen resultierende Interessenlagen institutioneller Investoren	54
III. Regulierung des Anlage- und Verwaltungsverhaltens	56
1. Verhältnis von Kapitalmarkt- und Kartellrecht	56
2. Kapitalmarktrechtliche Anforderungen an den Erwerb von und Umgang mit Minderheitsbeteiligungen institutioneller Investoren	66
IV. Ergebnis zum 1. Teil	90

2. Teil

Wettbewerbsbeeinträchtigendes Potenzial verflochtener Beteiligungsstrukturen	92
I. Quantifizierung von Wettbewerbsbeeinträchtigungen durch verflochtene Be- teiligungsstrukturen	92
1. Auswirkungen horizontaler Minderheitsbeteiligungen auf den Wettbewerb	92
2. Die ökonomische Theorie zur Wettbewerbsschädlichkeit von Common Ownership	106
3. Kombination verschiedener Verflechtungsstrukturen	121
4. Zwischenergebnis	123
II. Geltendmachung der Einflussnahme durch institutionelle Investoren	123
1. Passive Investoren auch passive Anteilseigner?	124

2. Gesellschaftsrechtliche Einflussnahme auf Beteiligungsunternehmen	125
III. Verflechtungsstrukturen in europäischen Industrien	146
1. Agrochemiebranche	146
2. Europäischer Bankensektor	149
3. Energiesektor	150
4. Zwischenergebnis	153
IV. Ergebnis zum 2. Teil	154

3. Teil

Kartellrechtliche Beurteilung verflochtener Beteiligungsstrukturen	156
I. Der kartellrechtliche Status quo	156
1. Der Umgang des Kartellrechts mit umstrittenen „theories of harm“	157
2. Umgang mit Minderheitsbeteiligungen im Kartellrecht	160
3. Konsequenz für den weiteren Gang der Untersuchung	169
II. Fusionskontrollrechtliche Beurteilung verflochtener Beteiligungsstrukturen über institutionelle Investoren	169
1. Der Zusammenschlusstatbestand als Voraussetzung	170
2. Fusionskontrollrechtliche Beurteilung verflochtener Beteiligungsstrukturen bei herkömmlichen Zusammenschlüssen	177
3. Zwischenergebnis für die Fusionskontrolle	192
III. Verflochtene Beteiligungsstrukturen im Lichte des Kartellverbots	193
1. Verhältnis zwischen Investor und Beteiligungsunternehmen	193
2. Verhältnis zwischen mehreren Beteiligungsunternehmen desselben Investors ...	199
3. Verhältnis zwischen mehreren Investoren mit denselben Beteiligungsunternehmen	206
4. Zwischenergebnis für das Kartellverbot	209
IV. Verflochtene Beteiligungsstrukturen als Gegenstand des Missbrauchsverbots	209
1. Marktbeherrschung	210
2. Zwischenergebnis für das Missbrauchsverbot	212
V. Ergebnis zum 3. Teil	213

4. Teil

Kartell- und regulierungsrechtliche Lösungsansätze	214
I. Kartellrechtliche Instrumente	214
1. Fusionskontrolle	215
2. Kartellverbot	225
3. Missbrauchsverbot	226

4. Sektoruntersuchungen als weiterführendes Instrument	235
5. Zwischenergebnis für das Kartellrecht	242
II. Regulierungsrechtliche Beteiligungsbeschränkungen	243
1. Auswirkungen des Vorschlags	243
2. Eigene Bewertung	246
III. Den Anwendungsbereich des Wettbewerbsrechts erweiterndes Instrument	249
1. Konzepte des § 19a GWB sowie des DMA	250
2. Übertragbarkeit auf institutionelle Investoren	251
3. Bewertung	253
IV. Kapitalmarktrechtliche Ansätze	254
1. Meldepflichten von Schwellenwerten	254
2. Offenlegung der Mitwirkungspolitik nach §§ 134a ff. AktG	255
3. Interessenkonflikte	257
V. Bewertung und Zusammenführung der Lösungsansätze	259
Ergebnisse und Ausblick	261
I. Wesentliche Ergebnisse	261
II. Ausblick	263
Anhang 1: Erhebung zu den größten Investoren der DAX40-Unternehmen (Stand: 30.11.2025)	264
Anhang 2: Aussagen von Achim Wambach in einem telefonischen Gespräch vom 12.05.2022	270
Literaturverzeichnis	271
Stichwortverzeichnis	291

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	25
------------------	----

1. Teil

Beteiligungsverflechtungen institutioneller Investoren und ihre kapitalmarktrechtliche Regulierung	28
---	----

I. Der institutionelle Investor als Marktteilnehmer	28
1. Begriffliche Eingrenzung	28
a) Abgrenzung zum Privatanleger	28
b) Kasuistische Annäherung	30
c) Unterscheidung zwischen institutionellen Investoren und institutionellen An- legern	32
d) Begriffsverständnis dieser Arbeit	33
2. Kategorisierung und Tätigkeitsprofile institutioneller Investoren	33
a) Banken, Versicherungen und andere „traditionelle“ institutionelle Investoren	34
aa) Kreditinstitute	34
bb) Wertpapierinstitute	36
cc) Versicherungen und Pensionsfonds	36
b) Verwalter von Investmentfonds und Anbieter von Asset Management	37
aa) Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere (OGAWs)	39
bb) Alternative Investmentfonds (AIFs)	39
c) Einordnung von Vermögensverwaltern	40
d) Staatsfonds	42
3. Wachsender Einfluss institutioneller Investoren in Zahlen	43
II. Verflechtungen als Marktstrukturphänomen	45
1. Indirekte Verflechtungsstrukturen über institutionelle Investoren	46
a) Common-Ownership-Verflechtungen	47
b) Einbeziehung von Cross-Ownership-Verflechtungen zwischen den Investoren	50
2. Ursachen erheblicher Verflechtungen	52
a) Renditeorientierte Investitionen	52
b) Diversifizierung als Grundsatz zur Risikominimierung	52
c) Abgrenzung von Anlagestrategien	53
3. Aus Verflechtungen resultierende Interessenlagen institutioneller Investoren	54

III. Regulierung des Anlage- und Verhaltens	56
1. Verhältnis von Kapitalmarkt- und Kartellrecht	56
a) Regelungsgegenstand und Normziele des Kartellrechts	56
aa) Wettbewerb als Anknüpfungspunkt	57
bb) Zielkonkretisierung im Kontext des Wettbewerbs	58
b) Regelungsgegenstand und Normziele des Kapitalmarktrechts	59
aa) Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts	59
bb) Kapitalanlagerecht und Anlegerschutz	60
cc) Kapitalmarktrecht als Regulierungsrecht	61
c) Berührungspunkte von Kartell- und Kapitalmarktrecht	63
d) Zwischenergebnis und Konsequenz für den Gang der Untersuchung	66
2. Kapitalmarktrechtliche Anforderungen an den Erwerb von und Umgang mit Minderheitsbeteiligungen institutioneller Investoren	66
a) Beschränkung der Beteiligungshöhe	66
b) Offenlegungspflichten von Unternehmensbeteiligungen	67
aa) Offenlegungspflichten in den Jahresabschlüssen	68
bb) Melde- und Veröffentlichungspflichten bei der Erreichung von Schwellenwerten	68
(1) Konsequenzen dieser Meldepflichten für institutionelle Investoren	69
(2) Zurechnung von Stimmrechtsanteilen	70
(3) Offenlegung der mit dem Erwerb der Stimmrechte verfolgten Ziele	71
(4) Zwischenergebnis	72
cc) Weitergehende Mitteilungspflichten für ausgewählte institutionelle Investoren	72
dd) Offenlegung der Mitwirkungspolitik nach §§ 134a ff. AktG	73
(1) Adressatenkreis und konkrete Veröffentlichungspflichten	74
(2) Anwendbarkeit auf Beteiligungsverflechtungen institutioneller Investoren	75
(3) Die Stewardship Reports der großen Vermögensverwalter	77
(4) Zwischenergebnis	78
c) Insiderrecht	78
aa) Erlangung von Insiderinformationen	79
bb) Insidergeschäfte institutioneller Investoren	80
cc) Verstoß gegen Meldepflichten als Gegenstand des Insiderrechts	81
d) Marktmanipulation	81
e) Interessenkonflikte	82
aa) Schutz des Anleger- und Kundeninteresses	82
(1) Interessenkonflikte zwischen mehreren Fonds einer Kapitalverwaltungsgesellschaft	83
(2) Interessenkonflikte bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen	86
bb) Schutz der Beteiligungsunternehmen	88

cc) Zwischenergebnis zu Interessenkonflikten	89
IV. Ergebnis zum 1. Teil	90

2. Teil

Wettbewerbsbeeinträchtigendes Potenzial verflochtener Beteiligungsstrukturen	92
---	-----------

I. Quantifizierung von Wettbewerbsbeeinträchtigungen durch verflochtene Beteiligungsstrukturen	92
1. Auswirkungen horizontaler Minderheitsbeteiligungen auf den Wettbewerb	92
a) Allgemeine Ansätze zur Quantifizierung von Wettbewerbsbeeinträchtigungen	93
b) Unilaterale Effekte horizontaler Minderheitsbeteiligungen	94
aa) Preissetzungsanreize bei passiven Minderheitsbeteiligungen	95
bb) Preissetzungsanreize bei aktiven Minderheitsbeteiligungen	96
cc) Maßzahlen für unilaterale Effekte horizontaler Minderheitsbeteiligungen	97
(1) Der Herfindahl-Hirschman-Index	97
(2) Der Modified Herfindahl-Hirschman-Index	98
(3) Weitere Ansätze	100
c) Koordinierte Effekte horizontaler Minderheitsbeteiligungen	100
aa) Höhere Markttransparenz	101
bb) Anreize für gleichförmiges Verhalten	102
cc) Forschungsergebnisse zur Wettbewerbsschädlichkeit	104
d) Cross Ownership zwischen institutionellen Investoren	105
e) Zwischenergebnis	106
2. Die ökonomische Theorie zur Wettbewerbsschädlichkeit von Common Ownership	106
a) Unilaterale Effekte	107
aa) Anreizsituation	107
bb) Quantifizierung anhand des MHHI	108
(1) Verwendung des MHHI in der Airline-Studie	110
(2) Weitere Studien zu Common Ownership unter Verwendung des MHHI	112
(3) Reaktionen auf MHHI-basierte Studien	112
cc) GHHI als weiterentwickelte Quantifizierungsmethode	114
dd) Lerner-Index	114
ee) Weitere Ansätze	115
ff) Zwischenergebnis für unilaterale Effekte	117
b) Koordinierte Effekte	117
aa) Anreizsituation	117
(1) Explizite Koordinierung	118
(2) Implizite Koordinierung	118

bb) Quantifizierungsmethoden	119
cc) Zwischenergebnis für koordinierte Effekte	120
3. Kombination verschiedener Verflechtungsstrukturen	121
a) Überblick über die Verflechtungsebenen	121
b) Kombinierungsansätze in der Ökonomie	122
4. Zwischenergebnis	123
II. Geltendmachung der Einflussnahme durch institutionelle Investoren	123
1. Passive Investoren auch passive Anteilseigner?	124
2. Gesellschaftsrechtliche Einflussnahme auf Beteiligungsunternehmen	125
a) Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung	125
aa) Gegenstand der Abstimmung in Hauptversammlungen	126
bb) Gleichförmige Abstimmungen	128
cc) Die Rolle der Stimmrechtsberater	130
dd) Zwischenergebnis	132
b) Vergütungsanreize für das Management	132
c) Informelle Einflussnahme auf Beteiligungsunternehmen	134
aa) Inhalte bilateraler Gespräche	134
bb) Die Bedeutung bilateraler Gespräche	135
d) Gesellschaftsrechtliche Grenzen der Einflussnahme in Aktiengesellschaften	137
aa) Grenzen der Einflussnahme in der Hauptversammlung	137
bb) Rechtliche Grenzen bilateraler Gespräche	139
e) Einflussnahme in der GmbH im Vergleich	141
aa) Möglichkeiten der Einflussnahme	142
bb) Grenzen der Einflussnahme in GmbHs	144
f) Zwischenergebnis	145
III. Verflechtungsstrukturen in europäischen Industrien	146
1. Agrochemiebranche	146
a) Zusammenschluss von Dow und DuPont	146
b) Zusammenschluss von Bayer und Monsanto	148
2. Europäischer Bankensektor	149
3. Energiesektor	150
a) Öl- und Gassektor	150
b) Elektrizitätssektor	151
c) Die Fusion E.ON / RWE – Zahlen zu den Verflechtungsstrukturen	152
4. Zwischenergebnis	153
IV. Ergebnis zum 2. Teil	154

3. Teil

Kartellrechtliche Beurteilung verflochtener Beteiligungsstrukturen	156
I. Der kartellrechtliche Status quo	156
1. Der Umgang des Kartellrechts mit umstrittenen „theories of harm“	157
a) Eingliederung ökonomischer Erkenntnisse in die Wettbewerbsleitbilder	157
b) Anforderungen an die Tragfähigkeit der ökonomischen Forschung	158
c) Schlussfolgerungen für Beteiligungsverflechtungen über institutionelle Investoren	159
2. Umgang mit Minderheitsbeteiligungen im Kartellrecht	160
a) Fusionskontrollrechtliche Einordnung	161
aa) Minderheitsbeteiligungen als Gegenstand der Fusionskontrolle	161
bb) Berücksichtigungsfähigkeit bei herkömmlichen Zusammenschlüssen	162
b) Minderheitsbeteiligungen als Gegenstand des Kartellverbots	164
aa) Abgrenzung der Anwendungsbereiche der Fusionskontrolle und des Kartellverbots	164
bb) Minderheitsbeteiligungen als Gegenstand des Kartellverbots in der Praxis	165
c) Minderheitsbeteiligungen als Gegenstand des Missbrauchsverbots	167
d) Zwischenergebnis	168
3. Konsequenz für den weiteren Gang der Untersuchung	169
II. Fusionskontrollrechtliche Beurteilung verflochtener Beteiligungsstrukturen über institutionelle Investoren	169
1. Der Zusammenschlusstatbestand als Voraussetzung	170
a) Zusammenschlusstatbestand der FKVO	170
aa) Alleinige Kontrolle	170
bb) Gemeinsame Kontrolle	172
b) Weitergehender deutscher Zusammenschlusstatbestand	173
aa) § 37 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 GWB	174
bb) § 37 Abs. 1 Nr. 4 GWB	174
c) Zwischenergebnis	177
2. Fusionskontrollrechtliche Beurteilung verflochtener Beteiligungsstrukturen bei herkömmlichen Zusammenschlüssen	177
a) Zusammenschlüsse der Beteiligungsunternehmen	177
aa) Begründung einer marktbeherrschenden Stellung	178
(1) Relevante Faktoren	178
(2) Marktmacht als entscheidendes Kriterium	179
(3) Kollektive Marktbeherrschung	181
(4) Zwischenergebnis	184
bb) Sonstige erhebliche Behinderung wirksamen Wettbewerbs	184
cc) Zwischenergebnis für Zusammenschlüsse der Beteiligungsunternehmen	186

b) Zusammenschlüsse institutioneller Investoren	187
aa) Marktabgrenzung bei Zusammenschlüssen institutioneller Investoren als Hindernis	188
bb) Notwendigkeit der Marktabgrenzung?	189
cc) Schlussfolgerung	190
dd) Zwischenergebnis für Zusammenschlüsse der Investoren	192
3. Zwischenergebnis für die Fusionskontrolle	192
III. Verflochtene participationsstrukturen im Lichte des Kartellverbots	193
1. Verhältnis zwischen Investor und participationsunternehmen	193
a) Anteilserwerb als Gegenstand des Kartellverbots	194
aa) Anwendbarkeit des Kartellverbots auf Anteilserwerbe institutioneller Investoren	194
bb) Erwerb einer Minderheitsbeteiligung als Vereinbarung zwischen Unternehmen	194
cc) Zwischenergebnis	196
b) Verwaltung von Minderheitsbeteiligungen als Gegenstand des Kartellverbots	197
2. Verhältnis zwischen mehreren participationsunternehmen desselben Investors	199
a) Anreiz für explizite horizontale Koordinierung	199
aa) Informationsaustausch über Common Owner	200
bb) Insiderrechtliche Grenzen	201
cc) Weitergabe öffentlich zugänglicher Informationen	201
b) Die Schwelle zwischen impliziter Koordinierung und abgestimmten Verhaltensweisen	202
aa) Allgemeine Anforderungen an eine abgestimmte Verhaltensweise	203
bb) Gleichförmiges Marktverhalten mehrerer participationsunternehmen als abgestimmte Verhaltensweise?	204
c) Zwischenergebnis	206
3. Verhältnis zwischen mehreren Investoren mit denselben participationsunternehmen	206
a) Gleichgerichtete Stimmrechtsausübung	207
b) Explizite Absprachen zur Einwirkung auf participationsunternehmen	208
4. Zwischenergebnis für das Kartellverbot	209
IV. Verflochtene participationsstrukturen als Gegenstand des Missbrauchsverbots	209
1. Marktbeherrschung	210
a) Anforderungen an die gemeinsame Marktbeherrschung	210
b) Gemeinsame Marktbeherrschung aufgrund der participationsverflechtungen über institutionelle Investoren	211
2. Zwischenergebnis für das Missbrauchsverbot	212
V. Ergebnis zum 3. Teil	213

4. Teil

Kartell- und regulierungsrechtliche Lösungsansätze	214
I. Kartellrechtliche Instrumente	214
1. Fusionskontrolle	215
a) Erweiterung des Zusammenschlusstatbestands	215
aa) Keine Erfassung des Beteiligungsgeflechts	216
bb) Praktische Bedenken	216
b) Ex-Post Fusionskontrolle als neues Instrument?	217
c) Anpassung der Beurteilung herkömmlicher Zusammenschlüsse	219
aa) Zusammenschlüsse der Beteiligungsunternehmen	219
bb) Zusammenschlüsse auf Investorenebene	220
(1) Neue Grenzen der Marktabgrenzung	221
(2) Ansätze für die praktische Handhabung einer extensiven Marktabgrenzung	224
2. Kartellverbot	225
3. Missbrauchsverbot	226
a) Extensives Verständnis einer gemeinsam marktbeherrschenden Stellung	226
aa) Fallgruppen einer gemeinsam marktbeherrschenden Stellung	226
bb) Kombination der Fallgruppen	227
b) Missbrauchshandlung	228
aa) Preishöhenmissbrauch	229
bb) Marktstrukturmissbrauch	229
(1) Erwägungen zu institutionellen Investoren	230
(2) Folgen für das Missbrauchsverbot	232
c) Zwischenergebnis	234
4. Sektoruntersuchungen als weiterführendes Instrument	235
a) Ansatzpunkte für eine Sektoruntersuchung	235
b) Rechtsfolgen und Bewertung	237
aa) Untersuchung eines Wirtschaftszweiges nach bisherigem Recht	237
bb) Änderungen durch die 11. GWB-Novelle	238
cc) Untersuchung einer Art von Vereinbarungen oder Verhaltensweisen	241
c) Zwischenergebnis für Sektoruntersuchungen	241
5. Zwischenergebnis für das Kartellrecht	242
II. Regulierungsrechtliche Beteiligungsbeschränkungen	243
1. Auswirkungen des Vorschlags	243
a) Verzicht auf Diversifizierung	244
b) Verzicht auf Corporate Governance	244
c) Aufspaltung der Investoren	245
2. Eigene Bewertung	246

III. Den Anwendungsbereich des Wettbewerbsrechts erweiterndes Instrument	249
1. Konzepte des § 19a GWB sowie des DMA	250
2. Übertragbarkeit auf institutionelle Investoren	251
3. Bewertung	253
IV. Kapitalmarktrechtliche Ansätze	254
1. Meldepflichten von Schwellenwerten	254
2. Offenlegung der Mitwirkungspolitik nach §§ 134a ff. AktG	255
a) Common Ownership als Interessenkonflikt nach § 134b AktG	255
b) § 134d AktG als zaghafte Regulierung der Stimmrechtsberater	256
3. Interessenkonflikte	257
a) Zwischen mehreren Fonds einer Kapitalverwaltungsgesellschaft	257
b) Zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Kunden	258
V. Bewertung und Zusammenführung der Lösungsansätze	259
 Ergebnisse und Ausblick	 261
I. Wesentliche Ergebnisse	261
II. Ausblick	263
 Anhang 1: Erhebung zu den größten Investoren der DAX40-Unternehmen (Stand: 30.11.2025)	 264
 Anhang 2: Aussagen von Achim Wambach in einem telefonischen Gespräch vom 12.05.2022	 270
 Literaturverzeichnis	 271
Stichwortverzeichnis	291

Abkürzungsverzeichnis

a. a. O.	am angegebenen Ort
a. F.	alte Fassung
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft
AIF	Alternative(r) Investmentfonds
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AktG	Aktiengesetz
Anh.	Anhang
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bearb.	Bearbeiter
Begr.	Begründer
Beschl.	Beschluss
BGH	Bundesgerichtshof
BKartA	Bundeskartellamt
BörsG	Börsengesetz
BR-Drs.	Bundesratsdrucksache
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
bzw.	beziehungsweise
CMLRev	Common Market Law Review
DAX	Deutscher Aktienindex
DIRK	Deutscher Investor Relations Verband
DMA	Digital Markets Act
DOJ	Department of Justice
EBLR	European Business Law Review
Einl.	Einleitung
endg.	endgültig
ErwG	Erwägungsgrund
et al.	et alia
ETF	Exchange-Traded Fund
EU	Europäische Union
EU-Kommission	Europäische Kommission
EuCML	Journal of European Consumer and Market Law
EuG	Gericht der Europäischen Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWK	Europäischer Wirtschaftsraum

EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FKVO	Fusionskontrollverordnung
FS	Festschrift
FTC	Federal Trade Commission
gem.	gemäß
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
Grdl.	Grundlagen
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
HGB	Handelsgesetzbuch
HHI	Herfindahl-Hirschman-Index
Hrsg.	Herausgeber
HS	Halbsatz
insb.	insbesondere
IR	InfrastrukturRecht (Zeitschrift)
i. V.m.	in Verbindung mit
JURA	Juristische Ausbildung (Zeitschrift)
JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
JZ	Juristenzeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KG	Kommanditgesellschaft
KWG	Kreditwesengesetz
lit.	Buchstabe
MAR	Marktmissbrauchsverordnung
MHHI	Modified Herfindahl-Hirschman-Index
MMR	Multimedia und Recht (Zeitschrift)
n. F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZKart	Neue Zeitschrift für Kartellrecht
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OLG	Oberlandesgericht
ORDO	Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft
o. V.	ohne Verfasser
RL	Richtlinie
RdE	Recht der Energiewirtschaft (Zeitschrift)
RDigital	Recht Digital (Zeitschrift)
Rn.	Randnummer
S.	Seite
s.	siehe
S&P 500	Standard & Poor's 500
u. a.	unter anderem
UAbs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil

UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
v.	vom
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpIG	Wertpapierinstitutsgesetz
WpÜG	Wertpapierübernahmegesetz
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb (Zeitschrift)
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfDR	Zeitschrift für Digitalisierung und Recht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZNER	Zeitschrift für Neues Energierecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZWeR	Zeitschrift für Wettbewerbsrecht

Einleitung

Als im Juni 2022 die Kraftstoffpreise trotz der Einführung des sogenannten Tankrabatts nur knapp unter die Marke von 2 Euro pro Liter fielen,¹ wurde der Ruf nach einem schärferen Kartellrecht laut.² Dabei ergaben die Daten, dass der Tankrabatt über den gesamten Zeitraum zu durchschnittlich 100 % an die Verbraucher weitergegeben wurde.³ Die möglichen Ursachen für das hohe Preisniveau in der Mineralölbranche sind zahlreich, gehen aber nicht darauf zurück, dass vorübergehende Steuererleichterungen als Reingewinn in den Unternehmensbilanzen wiederzufinden sind. Eine Ursache für das seit Jahren hohe Preisniveau von Kraftstoffen ist hingegen die geringe Wettbewerbsintensität zwischen den Unternehmen der Mineralölbranche.⁴ Die erheblichen Preisaufschläge in der Mineralölbranche bei hohen Gewinnmargen aller Marktteilnehmer des Oligopols sind nur ein Hinweis darauf.⁵ Für diese geringe Wettbewerbsintensität werden diverse Gründe angeführt. Unter anderem wird auf die Homogenität der angebotenen Produkte, die hohe Markttransparenz und die hohen Marktzutrittschranken für Drittunternehmen verwiesen.⁶ Betrachtet man die Aktionärsstruktur der Unternehmen, fällt jedoch eine weitere Besonderheit auf: Die Oligopolisten haben zu einem erheblichen Teil dieselben Anteilseigner.⁷ Zwischen etwa 20 und 45 % der Anteile der in Deutschland agierenden großen Mineralölkonzerne wurden 2018 von Aktionären gehalten, die

¹ Am 01.06.2022 kostete ein Liter Super-E10 in Deutschland durchschnittlich 1,88 Euro und ein Liter Diesel durchschnittlich 1,93 Euro. Zahlenmaterial abrufbar unter https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/09/PD22_N057_611.html (zuletzt eingesehen am 30.11.2025).

² Das Bundeswirtschaftsministerium kündigte in der Folge an, das Wettbewerbsrecht verschärfen zu wollen, vgl. <https://www.diruj.de/news/habeck-will-das-wettbewerbsrecht-verschaerfen/> (zuletzt eingesehen am 30.11.2025).

³ Freitas/Syga, ifo Dresden berichtet 5/2022, 13, 14.

⁴ BKartA, Abschlussbericht Kraftstoffe, S. 61; BKartA, Abschlussbericht Raffinerien und Kraftstoffgroßhandel, S. 172.

⁵ Monopolkommission, Wettbewerb 2022, Hauptgutachten Nr. 24, 2022, Rn. 111. Im zweiten Quartal 2022 konnten die größten westlichen Öl- und Gasunternehmen ExxonMobil, Chevron, Shell und BP ihren globalen Gewinn im Vergleich zum Vorjahr jeweils mindestens verdreifachen, vgl. <https://www.capital.de/geld-versicherungen/energiekrise-so-viel-gewinn-haben-die-oelkonzerne-bisher-gemacht-32598808.html> (zuletzt eingesehen am 30.11.2025).

⁶ BKartA, Abschlussbericht Kraftstoffe, S. 51 ff.; BKartA, Abschlussbericht Raffinerien und Kraftstoffgroßhandel, S. 7 f.

⁷ Dies wird als mögliche Ursache abnehmender Wettbewerbsintensität und steigender Gewinnmargen gesehen, vgl. Monopolkommission, Wettbewerb 2022, Hauptgutachten Nr. 24, 2022, Rn. 132.

an allen anderen Oligopolisten ebenfalls beteiligt waren.⁸ Ausgeschüttete Gewinne der verschiedenen Mineralölkonzerne landen somit zu einem erheblichen Teil bei denselben Investoren.

Diese Anteilseigner sind eine heterogene Gruppe von Unternehmen, die zumeist eingesammeltes Geld gebündelt anlegen und allgemein als institutionelle Investoren bezeichnet werden. Institutionelle Investoren dominieren seit geraumer Zeit die Kapitalmärkte und sind in nahezu allen Branchen vertreten.⁹ An großen börsennotierten Unternehmen halten sie zumeist Minderheitsbeteiligungen.¹⁰ Häufig werden dadurch auch mehrere Unternehmen einer Branche über einen oder mehrere gemeinsame Investoren indirekt miteinander verflochten.¹¹ Dabei ist die Mineralölindustrie nur eines von vielen Beispielen. Zunächst in der US-amerikanischen Debatte als „Common Ownership“ bezeichnet, hat sich der Begriff für das Verflechtungsphänomen auch in Deutschland weitestgehend durchgesetzt, wenngleich es sich hierbei (noch) nicht um einen Rechtsbegriff handelt. Die Diskussion um die antikompetitiven Effekte von Common Ownership hat eine Reihe ökonomischer Studien zutage gefördert, die in Teilen auch bereits in der kartellrechtlichen Forschung Beachtung fanden.¹² Über die einfache Common-Ownership-Konstellation hinaus entstehen jedoch auch andere Verflechtungsformen. So sind institutionelle Investoren auch zunehmend an anderen Investoren beteiligt, welche ihrerseits in dieselben Branchen investieren.

In Kombination mit den hohen Finanzvolumina, die institutionelle Investoren bewegen, werfen diese komplexen Kapitalverflechtungen in diversen Konstellationen die Frage nach den Auswirkungen auf den Wettbewerb der Beteiligungsunternehmen auf. Eine Annäherung an die Antwort auf diese Frage kann sowohl ökonomisch als auch juristisch erfolgen. Denn die Wettbewerbsordnung, in der institutionelle Investoren agieren, schafft die Bedingungen für die ökonomische Realität. Die vorliegende Arbeit hat zum Gegenstand, diese Wettbewerbsordnung rechtsgebietsübergreifend aufzuzeigen, ökonomische Erkenntnisse zu integrieren und letztlich eine Antwort auf die Frage zu wagen, ob der Wettbewerb der Beteiligungsunternehmen institutioneller Investoren hinreichend geschützt ist.

Dafür werden im *1. Teil* institutionelle Investoren als Teilnehmer am Kapitalmarkt untersucht. Ausgehend von der Begrifflichkeit des institutionellen Investors

⁸ Vgl. Monopolkommission, Wettbewerb 2018, Hauptgutachten Nr. 22, 2018, Rn. 421, Abbildung II.38.

⁹ *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, S. 19.

¹⁰ *Frazzani et al.*, Barriers to Competition through Joint Ownership by Institutional Investors, S. 19 f.

¹¹ OECD, Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition – Background Note by the Secretariat, Rn. 17.

¹² Im deutschsprachigen Raum insb. *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht; *Kerdar*, Indirekte Horizontalverflechtungen zwischen Wettbewerbs-, Kapitalmarkt- und Aktienrecht; *Weller*, Aktionärsstruktur und Wettbewerb.

und den Tätigkeitsprofilen der hierunter gefassten Akteure werden verschiedene Beteiligungsverflechtungen zunächst als Marktstrukturphänomene betrachtet. Die Untersuchung der kapitalmarktrechtlichen Rahmenbedingungen, innerhalb derer institutionelle Investoren Minderheitsbeteiligungen erwerben und verwalten, zeigt den rechtlichen Handlungsspielraum auf, in welchem die Investoren und ihre Beteiligungsunternehmen agieren. Innerhalb dieses Handlungsspielraums werden im *2. Teil* ökonomische Erkenntnisse zu der Wettbewerbsschädlichkeit verschiedener Beteiligungsverflechtungen zusammengetragen. Dabei steht auch im Vordergrund, wie institutionelle Investoren auf ihre Beteiligungsunternehmen Einfluss nehmen und etwaige Wettbewerbsbeschränkungen tatsächlich bewirken. Die kartellrechtliche Untersuchung der Kapitalverflechtungen erfolgt im *3. Teil*, wobei der Schwerpunkt in der Prüfung der grundsätzlichen Erfassbarkeit der Beteiligungsstrukturen liegt. Dafür stehen neben der Fusionskontrolle in diversen Konstellationen auch das Kartell- und das Missbrauchsverbot im Vordergrund. Abschließend werden im *4. Teil* bereits vorhandene kartell- und regulierungsrechtliche Lösungsansätze zum Umgang mit Beteiligungsverflechtungen institutioneller Investoren diskutiert und um eigene Vorschläge erweitert.