

Severin Stratmann

Indirekte Horizontalverflechtungen

Eine Betrachtung aus kapitalgesellschafts- und
kartellrechtlicher Perspektive



Nomos

Düsseldorfer Rechtswissenschaftliche Schriften

Herausgegeben von der

Juristischen Fakultät der
Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf

Band 184

Severin Stratmann

Indirekte Horizontalverflechtungen

Eine Betrachtung aus kapitalgesellschafts- und
kartellrechtlicher Perspektive



Nomos

Erstgutachter: Prof. Dr. Christian Kersting, LL.M. (Yale)
Zweitgutachter: Prof. Dr. Rupprecht Podszun
Datum der mündlichen Prüfung: 05.03.2024

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

ISBN 978-3-7560-1655-6 (Print)

ISBN 978-3-7489-4053-1 (ePDF)

D61



Onlineversion
Nomos eLibrary

1. Auflage 2024

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2024. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort

Diese Arbeit wurde im Wintersemester 2023/2024 von der Juristischen Fakultät der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf als Dissertation angenommen. Das Manuskript wurde im August 2023 fertiggestellt, sodass spätere Publikationen grundsätzlich keine Berücksichtigung mehr gefunden haben.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. *Christian Kersting*, LL.M. (Yale), nicht nur für die Betreuung dieser Arbeit, sondern auch für die Zeit, die ich als wissenschaftlicher Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl verbringen durfte. Ich habe diese fachlich und menschlich als großen Gewinn empfunden. Großer Dank gilt daneben Herrn Prof. Dr. *Rupprecht Podszun* für die rasche Erstellung des Zweitgutachtens.

Für die aufmerksam-kritische Durchsicht des Manuskripts danke ich Herrn *Manuel May* und meiner Schwester *Magdalena Stratmann* herzlich.

Gewidmet ist diese Arbeit meinen Eltern. Für alles.

Düsseldorf, März 2024

Severin Stratmann

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	15
A. Einführung	25
B. Indirekte Horizontalverflechtungen aus Perspektive des Kapitalgesellschaftsrechts	31
I. Aktionäre als Akteure in der Publikumsgesellschaft	32
1. Kompetenzen des Aktionärsorgans	33
a. Shareholder meeting in der corporation	33
aa. Kompetenzen des shareholder meeting	33
bb. Willensbildung innerhalb des shareholder meeting	35
b. Hauptversammlung in der Aktiengesellschaft	37
aa. Kompetenzen der Hauptversammlung	37
bb. Willensbildung innerhalb der Hauptversammlung	39
c. Zusammenfassender Vergleich	40
2. Aktionärsstruktur als entscheidendes Kriterium für die Rolle der Aktionäre im Gefüge der Publikumsgesellschaft	41
a. Separation of ownership and control in den U.S.A.	42
b. Blockhalter in der Deutschland-AG	47
c. Zusammenfassender Vergleich	50
II. Leitung der Publikumsgesellschaft	50
1. Leitungsbefugnis in der corporation	51
2. Leitungsbefugnis in der Aktiengesellschaft	54
3. Zusammenfassende Bewertung	57
III. Kriterien der Entscheidungsfindung	58
1. Motivation durch Vergütung	59
a. Grundlagen der Verhaltenssteuerung durch Vergütung	59
b. Management-Vergütung	63
aa. Rechtliche Befugnis zur Vergütungsausgestaltung	63

bb.	Historische Entwicklung der management-Vergütung	64
cc.	Principal-agent-Theorie als Orientierungspunkt moderner management-Vergütung	66
c.	Vorstandsvergütung	69
aa.	Rechtliche Befugnis zur Vergütungsausgestaltung	69
bb.	Historische Entwicklung der Vorstandsvergütung	70
cc.	§ 87 Abs. 1 S. 1, 2 AktG als Orientierungspunkt moderner Vorstandsvergütung	72
2.	Abschreckung durch Haftung	73
a.	Gesellschaftsinteresse der Delaware-corporation	74
aa.	Property theory und radical shareholder primacy-Konzept	75
bb.	Entity theory	78
cc.	Rezeption der Debatte in der Rechtsprechung	79
(1)	Dodge v. Ford Motor Co.	79
(2)	Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.	80
(3)	Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.	82
(4)	Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.	84
(5)	eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark	85
(6)	Zusammenfassende Bewertung	87
b.	Gesellschaftsinteresse der Aktiengesellschaft	88
aa.	§ 70 Abs. 1 AktG 1937 als Ausgangspunkt eines interessenpluralistischen Leitbilds	89
bb.	Bedeutungsgewinn eines interessenmonistischen Leitbildes in der Literatur	91
cc.	Gesetzgeberisches Festhalten am Interessenpluralismus	92
dd.	Zusammenfassende Bewertung	94
3.	Verhaltenssteuerung durch soziale Normen	95
a.	Aktionärsinteresses als handlungsleitende Norm in den U.S.A.	96
b.	Interessenpluralistisches Leitbild als handlungsleitende Norm in Deutschland	99
4.	Zusammenfassende Bewertung	100

IV. Beeinflussung des Leitungspersonals durch common owners	101
1. Common owners als Aktionärsgruppe	102
a. Begriff des institutionellen Investors	102
b. Institutionelle Investoren als paradigmatische common owners	104
c. Trennung zwischen Eigen- und Fremdkapitalanlage	105
d. Interessenkonflikte zwischen common owners und anderen Aktionären	106
2. Aktive Beeinflussung durch common owners	108
a. Stimmrechtsgebundene Beeinflussungskanäle	108
aa. These: Einflussnahme über die Wahl des Leitungspersonals	109
(1) Plausibilität der These aus U.S.-amerikanischer Perspektive	109
(2) Plausibilität der These aus deutscher Perspektive	112
bb. These: Einflussnahme über das Vergütungssystem	114
(1) Plausibilität der These aus U.S.-amerikanischer Perspektive	115
(2) Plausibilität der These aus deutscher Perspektive	117
cc. These: Einflussnahme über Kapitalmaßnahmen i.w.S.	117
(1) Plausibilität der These aus U.S.-amerikanischer Perspektive	118
(2) Plausibilität der These aus deutscher Perspektive	119
b. Stimmrechtsungebundene Beeinflussungskanäle	120
aa. These: Einflussnahme über die Aktionärskommunikation	120
bb. These: Einflussnahme über den Verkauf der Unternehmensbeteiligung	122
c. Allgemeine Bedenken	123
aa. Andere Instrumente der Verhaltenssteuerung und ihre Bedeutung für das Leitungspersonal	124
bb. Vermögensverwalter und Verhaltenssteuerung	125
(1) Motivation durch Vergütung	126
(2) Abschreckung durch Haftung	130

(3) Verhaltenssteuerung durch soziale Normen	132
cc. Mehrheits-Minderheitskonflikt zwischen common owners und anderen Aktionären	133
3. Passive Beeinflussung durch common owners	135
4. Eigene Stellungnahme	139
V. Ergebnis	143
C. Indirekte Horizontalverflechtungen aus Perspektive des Kartellrechts	147
I. Wettbewerb in den Wirtschaftswissenschaften	148
1. Marktergebnisorientiertes Wettbewerbsparadigma	149
a. Wohlfahrtsökonomie (I)	149
aa. Perfect competition und perfect monopoly	151
bb. Monopolistic competition	153
cc. Oligopoltheorie	154
dd. Kartelltheorie	155
b. Funktionsfähiger Wettbewerb	156
aa. Workable competition	156
bb. Harvard School	157
cc. Konzept der optimalen Wettbewerbsintensität	159
c. Wohlfahrtsökonomie (II)	160
aa. Chicago School of Antitrust Analysis	161
bb. Post-Chicago Economics	164
2. Prozessorientiertes Wettbewerbsparadigma	165
a. Klassische Ökonomie	165
b. Österreichische Schule (I)	167
c. Österreichische Schule (II)	168
d. Konzept der Wettbewerbsfreiheit	169
3. Zusammenfassende Bewertung	170
II. Wettbewerb im Kartellrecht	171
1. Wettbewerb im U.S.-amerikanischen Kartellrecht	173
a. Hintergrund des U.S.-amerikanischen Kartellrechts	175
b. Freiheitsbezogene Interpretation	176
c. Strukturbezogene Interpretation	180
d. Effizienzbezogene Interpretation	183
e. Zusammenfassende Bewertung	186

2. Wettbewerb im deutschen Kartellrecht	187
a. Hintergrund des deutschen Kartellrechts	188
b. Leitbild der perfect competition	190
c. Leitbild des funktionsfähigen Wettbewerbs	192
d. Exkurs: Ausbeutungsmisbrauch im deutschen Kartellrecht	195
e. Zusammenfassende Bewertung	197
3. Wettbewerb im europäischen Kartellrecht	197
a. Hintergrund des europäischen Kartellrechts	198
b. Unverfälschter Wettbewerb als freiheitsschaffendes Instrument	199
c. Aufkommen und (teilweises) Scheitern des more economic approach	203
d. Zusammenfassende Bewertung	207
4. Zusammenfassender Vergleich	207
III. Indirekte Horizontalverflechtungen als Wettbewerbsbeeinträchtigung	208
1. Indirekte Horizontalverflechtungen im U.S.-amerikanischen Kartellrecht (I)	209
2. Indirekte Horizontalverflechtungen im deutschen und europäischen Kartellrecht (I)	210
a. Bewertung aus einer marktergebnisorientierten Perspektive	210
b. Exkurs: Bewertung aus einer prozessorientierten Perspektive	214
IV. Erfassbarkeit indirekter Horizontalverflechtungen im Kartellrecht	215
1. Indirekte Horizontalverflechtungen im U.S.-amerikanischen Kartellrecht (II)	216
a. De lege lata	216
aa. Zusammenschlusskontrolle gem. Sec. 7 Clayton Act	217
(1) Rein deklaratorische Wirkung der solely-for-investment-provision	218
(2) Enge Auslegung der solely-for-investment-provision	219

(3) Weite Auslegung der solely-for-investment-provision	221
(4) Eigene Stellungnahme	222
bb. Kartellverbot gem. Sec. 1 Sherman Act	224
(1) Indirekte Horizontalverflechtungen als agreement i.S.v. Sec. 1 Sherman Act	225
(2) Kritik an der Anwendung von Sec. 1 Sherman Act auf indirekte Horizontalverflechtungen	225
(3) Eigene Stellungnahme	226
cc. Zusammenfassende Bewertung	227
b. De lege ferenda	228
aa. Beteiligungsobergrenzen für institutionelle Investoren	228
(1) Administrative Kosten	230
(2) Fehlerkosten	231
(3) Weitere Schwierigkeiten	232
bb. Anwendung der Zusammenschlusskontrolle nach Sec. 7 Clayton Act auf indirekte Horizontalverflechtungen	234
(1) Administrative Kosten	234
(2) Fehlerkosten	236
(3) Weitere Schwierigkeiten	237
cc. Zusammenfassende Bewertung	238
2. Indirekte Horizontalverflechtungen im deutschen und europäischen Kartellrecht (II)	240
a. De lege lata	240
aa. Zusammenschlusskontrolle gem. § 36 Abs. 1 GWB, Art. 2 Abs. 2, 3 FKVO	240
(1) Beteiligungserwerb eines common owner an einem Beteiligungsunternehmen	241
(2) Zusammenschluss zwischen Unternehmen bei Präsenz von indirekten Horizontalverflechtungen	245
bb. Kartellverbot gem. § 1 GWB, Art. 101 Abs. 1 AEUV	246
(1) Unternehmenseigenschaft von common owners	247

(2) Verhaltenskoordination durch common owners	248
(3) Exkurs: Anwendbarkeit des Kartellverbots gem. § 1 GWB, Art. 101 Abs. 1 AEUV auf den Beteiligungserwerb	250
(a) Derzeitiger Meinungsstand	250
(b) Eigene Stellungnahme	251
cc. Exkurs: Anwendbarkeit des Preishöhenmissbrauchsverbots gem. § 19 Abs. 1, 2 Nr. 2 Alt. 2 GWB, Art. 102 lit. a) Alt. 1 AEUV	254
(1) Voraussetzungen der kollektiven Marktbeherrschung	255
(2) Voraussetzungen des Preishöhenmissbrauchs	257
dd. Zusammenfassende Bewertung	259
b. De lege ferenda	259
aa. Vorschläge zur Änderung des deutschen und europäischen Kartellrechts	260
bb. Eigene Stellungnahme	261
3. Zusammenfassende Bewertung	265
V. Ergebnis	267
D. Zusammenfassung in Thesen	271
Literaturverzeichnis	273

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
ABL	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
Am. Econ. Ass'n Papers & Proc.	American Economic Association Papers and Proceedings
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
Am. Bus. L.J.	American Business Law Journal
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
Am. J. Compar. L.	American Journal of Comparative Law
Ann. Rev. Fin. Econ.	Annual Review of Financial Economics
Antitrust Bull.	Antitrust Bulletin
Antitrust L.J.	Antitrust Law Journal
Ariz. St. L.J.	Arizona State Law Journal
Art.	Artikel
ARUG II	Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie
Aufl.	Auflage
A.2d	Atlantic Reporter, Second Series
A.3d	Atlantic Reporter, Third Series
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
B.C. L. Rev.	Boston College Law Review
BeckHdb-AG	Beck'sches Handbuch der AG
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BHR	Business History Review

Abkürzungsverzeichnis

BKartA	Bundeskartellamt
Brook. J. Int'l L.	Brooklyn Journal of International Law
bspw.	beispielsweise
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
B.U. L. Rev.	Boston University Law Review
Bus. Law.	Business Lawyer
Bus. & Pol.	Business & Politics
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
C.D. Cal.	United States District Court for the Central District of California
CEO	chief executive officer
C.F.R.	Code of Federal Regulations
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Compet. Change	Competition & Change
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
CPI	Competition Policy International
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
D.C. Circuit	United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit
D.C. Cir.	United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
Del.	Delaware Supreme Court
Del. Ch.	Delaware Court of Chancery
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
D.G.C.L.	Delaware General Corporation Law
DoJ	United States Department of Justice
DrittelbG	Gesetz über die Drittelbeteiligung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat

Duke L.J.	Duke Law Journal
EBITDA	earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization
ECLI	European Case Law Identifier
ECLR	European Competition Law Review
Econ. Pol.	Economic Policy
EGKSV	Vertrag über die Gründung der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
EL	Ergänzungslieferung
ELR	European Law Review
Emory L.J.	Emory Law Journal
ESGZ	Fachzeitschrift für Nachhaltigkeit und Recht
EU	Europäische Union
EuG	Gericht der Europäischen Union/Gericht Erster Instanz
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EVG	Europäische Verteidigungsgemeinschaft
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft
f.	folgende
F. Supp.	Federal Supplement
ff.	folgende
Fin. Mgmt.	Financial Management
FK-KartR	Frankfurter Kommentar zum Kartellrecht
FKVO	Verordnung (EG) Nr. 139/2004 des Rates vom 20. Januar 2004 über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen
Fn.	Fußnote
Fordham Int'l L.J.	Fordham International Law Journal

Abkürzungsverzeichnis

Fordham L. Rev.	Fordham Law Review
FS	Festschrift
FTC	Federal Trade Commission
F.2d	Federal Reporter, Second Series
F.3d	Federal Reporter, Third Series
Geo. L.J.	Georgetown Law Journal
ggf.	gegebenenfalls
GK-AktG	Großkommentar zum Aktiengesetz
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
Harv. Bus. L. Rev.	Harvard Business Law Review
Harv. Bus. Rev.	Harvard Business Review
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
Harv. L. Rev. F.	Harvard Law Review Forum
HdB-KartR	Handbuch des Kartellrechts
HHI	Herfindahl-Hirschman-Index
h.M.	herrschende Meinung
Hs.	Halbsatz
I.C.A.	Investment Company Act of 1940
i.d.R.	in der Regel
i.E.	im Ergebnis
i.H.v.	in Höhe von
Inc.	Incorporated
Ind. L.J.	Indiana Law Journal
Ind. L. Rev.	Indiana Law Review
Insights	Insights: The Corporate & Securities Law Advisor
Iowa L. Rev.	Iowa Law Review
IRLE	International Review of Law & Economics

i.S.d.	im Sinne der
i.S.v.	im Sinne von
i.Ü.	im Übrigen
i.V.m.	in Verbindung mit
i.w.S.	im weiten Sinne
J. Acct. Res.	Journal of Accounting Research
J. Appl. Corp. Fin.	Journal of Applied Corporate Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Econ. Lit.	Journal of Economic Literature
J. Econ. Persp.	Journal of Economic Perspectives
J. Fin.	Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Leg. Stud.	Journal of Legal Studies
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
JAЕ	Journal of Antitrust Enforcement
JBE	Journal of Business Economics
JCLE	Journal of Competition Law and Economics
JECLAP	Journal of European Competition Law & Economics
JHET	Journal of the History of Economic Thought
J.L. & Econ.	Journal of Law & Economics
JLFA	Journal of Law, Finance, and Accounting
JNSt	Jahrbuch für Nationalökonomik und Statistik
JZ	JuristenZeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
Kap.	Kapitel
KartellVO	Kartellverordnung
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
Ky. L.J.	Kentucky Law Journal
lit.	litera

Abkürzungsverzeichnis

LMRKM	Loewenheim/Meessen/Riesenkampff/Kersting/Meyer-Lindemann
Loy. Consumer L. Rev.	Loyola Consumer Law Review
MAH AktienR	Münchener Anwaltshandbuch Aktienrecht
Marshall L. Rev.	Marshall Law Review
m.a.W.	mit anderen Worten
MDAX	Mid-Cap-DAX
MHdBGesR	Münchener Handbuch zum Gesellschaftsrecht
MHHI	modified Herfindahl-Hirschman-Index
Mich.	Michigan Supreme Court
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
Mich. St. L. Rev.	Michigan State Law Review
Minn. L. Rev.	Minnesota Law Review
Mio.	Million
Miss. L.J.	Mississippi Law Journal
MitbestG	Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer
MüKoAktG	Münchener Kommentar zum Aktiengesetz
MüKoGmbHG	Münchener Kommentar zum GmbHG
MüKoWettbR	Münchener Kommentar zum Wettbewerbsrecht
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
N.C. L. Rev.	North Carolina Law Review
New Pol. Econ.	New Political Economy
NW.	North Western Reporter
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Notre Dame L. Rev.	Notre Dame Law Review
Nr.	Nummer
N.Y.U. L. Rev.	New York University Law Review
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZKart	Neue Zeitschrift für Kartellrecht
Ohio St. L.J.	Ohio State Law Journal

Okla. L. Rev.	Oklahoma Law Review
OLG	Oberlandesgericht
Ox. J. Leg. Stud.	Oxford Journal of Legal Studies
RegE	Regierungsentwurf
Rev. Fin.	Review of Finance
Rev. Fin. Stud.	Review of Financial Studies
Rev. Ind. Organ.	Review of Industrial Organization
RG	Reichsgericht
RGBl.	Reichsgesetzblatt
Rn.	Randnummer
RPE	relative performance evaluation
Rs.	Rechtssache
S.	Satz/Seite
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
S. Ct.	Supreme Court Reporter
San Diego Int'l. L.J.	San Diego International Law Journal
S.D. N.Y.	United States District Court for the Southern District of New York
SDAX	Small-Cap-DAX
S.E.A.	Securities Exchange Act of 1934
Seattle U. L. Rev.	Seattle University Law Review
Sec.	Section
SEC	United States Securities and Exchange Commission
Slg.	Sammlung
sog.	sogenannte
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
Stat.	United States Statutes at Large
StGB	Strafgesetzbuch
Sup. Ct. Rev.	Supreme Court Review
S&P 500	Standard & Poor's 500

Abkürzungsverzeichnis

Tex. L. Rev.	Texas Law Review
u.	und
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
U. St. Thomas L.J.	University of St. Thomas Law Journal
u.a.	und andere/unter anderem
UCLA L. Rev.	UCLA Law Review
U.K.	United Kingdom
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
UmwG	Umwandlungsgesetz
Urt. v.	Urteil vom
U.S.	United States/United States Reports
U.S.A.	United States of America
USD	United States Dollar
U.S. Second Circuit	United States Court of Appeals for the Second Circuit
U.S. Supreme Court	Supreme Court of the United States
v.	versus
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Va. L. & Bus. Rev.	Virginia Law & Business Review
Vand. J. Transnat'l L.	Vanderbilt Journal of Transnational Law
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
Verb. Rs.	Verbundene Rechtsachen
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vol.	Volume
VorstAG	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung
Wake Forest L. Rev.	Wake Forest Law Review
Wash. & Lee L. Rev.	Washington & Lee Law Review
WC	World Competition

WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WRP	Wettbewerb in Recht und Praxis
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
Yale J. on Reg.	Yale Journal on Regulation
Yale L.J.	Yale Law Journal
z.B.	zum Beispiel
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZgS	Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZNR	Zeitschrift für Neuere Rechtsgeschichte
ZP-EMRK	Zusatzprotokoll zur Konvention zum Schutz der Menschenrechte und Grundfreiheiten
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZWeR	Zeitschrift für Wettbewerbsrecht
2d Cir.	United States Court of Appeals for the Second Circuit
3d Cir.	United States Court of Appeals for the Third Circuit

A. Einführung

„[The] greatest anticompetitive threat of our times [...]“

Zu diesem bemerkenswerten Urteil gelangte der U.S.-amerikanische Kartellrechtsprofessor *Elhauge* in Anbetracht der zunehmenden Verbreitung von indirekten Horizontalverflechtungen¹. Bei diesem Realphänomen, das im englischsprachigen Raum auch unter der Bezeichnung *common ownership* oder *horizontal shareholdings* bekannt ist, handelt es sich um eine besondere Eigentümerstruktur, bei der mehrere miteinander im Wettbewerb stehende Unternehmen durch gemeinsame Aktionäre (sog. *common owners*) verbunden sind². Die Beteiligungen der *common owners* überschreiten dabei selten einen einstelligen Prozentanteil, sodass es sich bei ihnen um klassische nichtkontrollierende Minderheitsbeteiligungen handelt³. Grundsätzlich ist diese Art der Verflechtung überall denkbar. In der Praxis findet sie sich aber insbesondere bei börsennotierten Kapitalgesellschaften, also Publikumsgesellschaften. Verantwortlich dafür ist vor allem der rapide Bedeutungsgewinn institutioneller Investoren in den letzten Jahrzehnten, der zu einer tiefgreifenden Umgestaltung der Kapitalmärkte weltweit beigetragen hat. Waren die Eigentümerstrukturen von Publikumsgesellschaften in der Vergangenheit häufig noch entweder durch eine kleingliedrige Aktionärsstruktur oder aber die Präsenz von einzelnen Großaktionären geprägt, befindet sich heutzutage der Großteil der sich im Umlauf befindlichen Aktien im Eigentum von institutionellen Investoren. Da institutionelle Investoren regelmäßig auf diversifizierte Anlagestrategien zurückgreifen, verwundert es nicht, dass sie als die Hauptverursacher indirekter Horizontalverflechtungen identifiziert werden.⁴

Das Gefahrenpotential, das in der wirtschafts- und rechtswissenschaftlichen Forschung mit indirekten Horizontalverflechtungen verbunden wird, speist sich dabei aus einer wachsenden Anzahl empirischer Untersuchun-

1 *Elhauge*, 10 Harv. Bus. L. Rev. (2020), 207, 285.

2 Monopolkommission, Wettbewerb 2018, 2018, Rn. 419.

3 Vgl. Monopolkommission, Wettbewerb 2018, 2018, Rn. 423.

4 Vgl. *Seitz*, Common Ownership im Wettbewerbsrecht, 2020, S. 24 ff.

gen⁵. Die bekannteste dieser Studien, das sog. *airline paper*, untersucht bspw., inwiefern steigende Ticketpreise auf inneramerikanischen Flugstrecken auf indirekte Horizontalverflechtungen zurückzuführen sind⁶. Die Autoren *Azar*, *Schmalz* und *Tecu* gelangen dabei zu dem Schluss, dass die Ticketpreise infolge der Existenz von indirekten Horizontalverflechtungen auf den untersuchten Märkten im Untersuchungszeitraum um 3 bis 7 % über den Ticketpreisen gelegen hätten, die in Abwesenheit von indirekten Horizontalverflechtungen verlangt worden wären⁷. Eine zweite Studie, das sog. *banking paper*, untersucht hingegen die Auswirkungen indirekter Horizontalverflechtungen innerhalb des U.S.-amerikanischen Bankensektors⁸. Auch hier sollen indirekte Horizontalverflechtungen nach Ansicht der Autoren *Azar*, *Raina* und *Schmalz* für sich verschlechternde Konditionen für die Kunden verantwortlich gewesen sein⁹. Die besagten Studien sind indes nicht ohne Kritik geblieben. Insbesondere die Methodik der Studien wird dabei hinterfragt¹⁰. Daneben wird aber auch die Verallgemeinerbarkeit dieser Studien angezweifelt. Eine branchenübergreifende Studie von *Koch*, *Panayides* und *Thomas* kann bspw. keine Auswirkungen indirekter Horizontalverflechtungen auf den Wettbewerb feststellen¹¹. Ob sich indirekte Horizontalverflechtungen also tatsächlich robust mit Auswirkungen auf für den Wettbewerb relevante Parameter verbinden lassen, bleibt dementspre-

-
- 5 Siehe bspw. *Azar/Raina/Schmalz*, 51 Fin. Mgmt. (2022), 227 (verschlechterte Konditionen für Bankkunden), *Azar/Schmalz/Tecu*, 73 J. Fin. (2018), 1513 (Preissteigerungen bei Flugtickets), *Torshizi/Clapp*, 66 Antitrust Bull. (2021), 39 (Preissteigerungen bei Saatgut) und *Xie*, 66 Antitrust Bull. (2021), 100 (steigende Wahrscheinlichkeit von *pay-for-delay*-Vereinbarungen in der Pharmabranche). Teilweise werden aber auch positive Effekte mit indirekten Horizontalverflechtungen in Verbindung gebracht, so etwa bei *He/Huang*, 30 Rev. Fin. Stud. (2017), 2674 (verbesserte Innovativität und Profitabilität der Beteiligungsunternehmen). Für einen Überblick über die bisher zu diesem Thema angefertigten Studien siehe auch Monopolkommission, Wettbewerb 2018, 2018, Rn. 492 ff.; *Schmalz*, 66 Antitrust Bull. (2021), 12, 20 ff.; *Schwalbe*, WuW 2020, 191, 191 ff.
- 6 *Azar/Schmalz/Tecu*, 73 J. Fin. (2018), 1513, 1513 ff.
- 7 *Azar/Schmalz/Tecu*, 73 J. Fin. (2018), 1513, 1558 ff.
- 8 *Azar/Raina/Schmalz*, 51 Fin. Mgmt. (2022), 227, 227 ff.
- 9 *Azar/Raina/Schmalz*, 51 Fin. Mgmt. (2022), 227, 266.
- 10 *Dennis/Gerardi/Schenone*, 77 J. Fin. (2022), 2765, 2771 ff.; *Lewellen/Lowry*, 141 J. Fin. Econ. (2021), 322, 327 ff.; *O'Brien/Waehrer*, 81 Antitrust L.J. (2017), 729, 744 ff.; *Rock/Rubinfeld*, 82 Antitrust L.J. (2018), 221, 240 ff. Kritisch zu der Kritik aber *Azar/Schmalz/Tecu*, 66 Antitrust Bull. (2021), 113, 113 ff.; *Schmalz*, 66 Antitrust Bull. (2021), 12, 30 f., 34 ff.
- 11 *Koch/Panayides/Thomas*, 139 J. Fin. Econ. (2021), 109, 134 f. Auch dazu kritisch aber *Schmalz*, 66 Antitrust Bull. (2021), 12, 31 ff.

chend vorerst weiterhin Gegenstand der empirischen Forschung und kann noch nicht als gesichert angesehen werden.

Von denjenigen Stimmen, die (negative) Auswirkungen indirekter Horizontalverflechtungen auf die für den Wettbewerb relevanten Parameter bejahen, wird ein besonderes Augenmerk auf die potentiellen Wirkungsmechanismen von indirekten Horizontalverflechtungen gelegt. Versucht wird also, die Frage zu beantworten, auf welche Art und Weise indirekte Horizontalverflechtungen zu Veränderungen an den relevanten Wettbewerbsparametern führen können. Diese Frage ist aus zwei Gründen von Bedeutung. Einerseits kann ein plausibler Wirkungsmechanismus die Ergebnisse der empirischen Forschung absichern und erklären. Und andererseits erlaubt die Identifizierung eines plausiblen Wirkungsmechanismus, präzise Lösungsvorschläge zur Beseitigung des – dann erwiesenen – Gefahrenpotentials indirekter Horizontalverflechtungen zu entwickeln. Lösungsvorschläge, die nicht an einen solchen Wirkungsmechanismus anknüpfen, sondern indirekte Horizontalverflechtungen *per se* einzuschränken versuchen, laufen hingegen Gefahr, durch zu weitgehende Eingriffe selbst erhebliche Kosten zu verursachen.

Diskutiert werden in der Literatur im Wesentlichen zwei Wirkungsmechanismen¹². Bei beiden liegt der Fokus auf dem Verhalten der *common owners* innerhalb ihrer Beteiligungsunternehmen.

Der erste, wohl etwas prominentere Erklärungsansatz geht davon aus, dass *common owners* ein (finanzielles) Interesse an einer eingeschränkten Wettbewerbsintensität zwischen ihren Beteiligungsunternehmen hätten. Aufgrund dieser Interessenlage sollen *common owners* die ihnen zustehenden Mitwirkungsrechte innerhalb ihrer Beteiligungsunternehmen dazu nutzen, die Wettbewerbsintensität zwischen ihren Beteiligungsunternehmen so weit wie möglich zu vermindern. Dass *common owners* kein Interesse an intensivem, sondern vielmehr ein Interesse an möglichst schwachem Wettbewerb zwischen ihren Beteiligungsunternehmen hätten, wird dabei aus der – in den Wirtschaftswissenschaften verbreiteten¹³ – Annahme gefolgert, dass Individuen als Eigennutzenmaximierer darauf bestrebt seien, ihren eigenen Gewinn zu maximieren. Nehmen sich Beteiligungsunternehmen von *common owners* gegenseitig durch bspw. vorstoßendes Wettbewerbsverhalten (etwa Preissenkungen) Marktanteile ab, soll sich dies nach diesem

12 Hill, 53 Vand. J. Transnat'l L. (2020), 881, 888 ff. unterscheidet sogar zwischen drei Erklärungsansätzen. Siehe dazu unten B.IV.

13 Siehe dazu Bee/Desmarais-Tremblay, 45 JHET (2023), 1.

Erklärungsansatz negativ auf den Gewinn der *common owners* auswirken können – und soll somit von diesen vermieden werden.¹⁴

Der zweite Erklärungsansatz geht hingegen davon aus, dass *common owners* innerhalb ihrer Beteiligungsunternehmen gerade keine aktive Rolle einnehmen und dementsprechend auch keinen Einfluss auf das Leitungspersonal ausüben würden. Dass es trotzdem zu nachteiligen Auswirkungen auf die Wettbewerbsintensität ihrer Beteiligungsunternehmen komme, soll dem geschuldet sein, dass es dem natürlichen Verhalten des Leitungspersonals von Kapitalgesellschaften entspreche, sich im Wettbewerb mit anderen Unternehmen weniger stark anzustrengen, wenn es an einer wirksamen Überwachung durch die Aktionäre fehle. Bekannt geworden ist diese auch durch empirische Untersuchungen abgesicherte Tendenz unter der Phrase *enjoying the quiet life*¹⁵. Angesichts dessen, dass die von diesem Erklärungsansatz unterstellte Passivität der *common owners* sich nicht auf einzelne Beteiligungsunternehmen beschränken, sondern aufgrund der heutzutage weitflächigen Verbreitung von indirekten Horizontalverflechtungen ganze Märkte oder Branchen umfassen würde, erklärt sich auch, warum deren Auswirkungen nicht lediglich isoliert auftreten sollen, sondern branchenübergreifend mit einer sinkenden Wettbewerbsintensität zu rechnen sei.¹⁶

Die hier vorliegende Arbeit knüpft in ihrem ersten Teil (B.) an die beiden bisher in der Literatur diskutierten Wirkungsmechanismen von indirekten Horizontalverflechtungen an. Untersucht werden soll in diesem ersten Teil, inwiefern diese eine plausible Erklärung für die in der empirischen Forschung mit indirekten Horizontalverflechtungen in Verbindung gebrachten Auswirkungen auf einige der für den Wettbewerb relevanten Parameter darstellen können. Zu klären ist dazu, wie sich *common owners* tatsächlich in die Unternehmensführung ihrer Beteiligungsunternehmen einbringen und in welcher Weise dadurch das Wettbewerbsverhalten ihrer Beteiligungsunternehmen beeinflusst werden könnte. Die Auswertung der diesbezüglich vorhandenen anekdotischen und empirischen Evidenz setzt dabei ein Grundverständnis der Funktionsweise von den hier im Mittelpunkt stehenden Publikumsgesellschaften voraus. Insofern ist ein Rückgriff auf das Ka-

14 Dieser Erklärungsansatz wird bspw. von *Elhauge*, 129 *Harv. L. Rev.* (2016), 1267 herangezogen. Auch ein Großteil der kritischen Stimmen legt diesen Erklärungsansatz zugrunde, so etwa *Hemphill/Kahan*, 129 *Yale L.J.* (2020), 1392; *Klovers/Ginsburg*, in: *Liber Amicorum Jenny*, 2021, 261; *Lambert/Sykuta*, 13 *Va. L. & Bus. Rev.* (2019), 213.

15 Siehe dazu *Bertrand/Mullainathan*, 111 *J. Pol. Econ.* (2003), 1043, 1043.

16 Dieser Erklärungsansatz findet bspw. bei *Antón/Ederer/Giné/Schmalz*, 131 *J. Pol. Econ.* (2023), 1294 Verwendung.

pitalgesellschaftsrecht notwendig, das wesentliche Fragen hinsichtlich des Beeinflussungspotentials von Aktionären beantwortet. Ihm kann nicht nur entnommen werden, nach welchen Kriterien das Leitungspersonal von Publikumsgesellschaften das (Wettbewerbs-)Verhalten des von ihnen geführten Unternehmens ausrichtet, sondern es regelt auch, inwiefern Aktionären rechtlich die Möglichkeit zugestanden wird, Einfluss auf das Leitungspersonal – und damit indirekt auch auf das Unternehmen – zu nehmen. Erst nachdem solch ein grundlegendes Verständnis für die kapitalgesellschaftsrechtlich determinierte Funktionsweise von Publikumsgesellschaften geschaffen ist, soll die bisher zu diesem Komplex vorhandene anekdotische und empirische Evidenz ausgewertet werden, um die eingangs genannte Frage zu beantworten, ob *common owners* vor dem Hintergrund der festgestellten rechtstatsächlich bestehenden Einflussmöglichkeiten von Aktionären durch aktives oder passives Verhalten das Wettbewerbsverhalten ihrer Beteiligungsunternehmen beeinflussen können. Vorweggenommen werden soll an dieser Stelle, dass nicht beabsichtigt ist, den von einigen Studien empirisch nachgewiesenen Zusammenhang zwischen indirekten Horizontalverflechtungen und Auswirkungen auf einige der für den Wettbewerb relevanten Parameter in Abrede zu stellen. Auch wenn i.E. keiner der beiden gelieferten Erklärungsansätze aus kapitalgesellschaftsrechtlicher Sicht plausibel sein sollte, wäre nicht ausgeschlossen, dass es einen anderen, bisher nicht bekannten Wirkungsmechanismus gibt, durch den indirekte Horizontalverflechtungen sich auf für den Wettbewerb bedeutsame Parameter auswirken könnten.

In ihrem zweiten Teil (C.) widmet sich die hier vorliegende Arbeit dann der Frage, ob die von einigen Studien nachgewiesenen Auswirkungen indirekter Horizontalverflechtungen auf verschiedene für den Wettbewerbs relevante Parameter – also bspw. steigende Flugticketpreise, sich verschlechternde Vertragskonditionen für Bankkunden, etc. – den Wettbewerb im kartellrechtlichen Sinne überhaupt gefährden oder schädigen. Diese Frage ist von besonderer Bedeutung, weil von verschiedenen Seiten als Reaktion auf die angeführten Studien ein – teilweise äußerst rabiates – kartellrechtliches Vorgehen gegen die als Gefahr für den Wettbewerb empfundenen indirekten Horizontalverflechtungen gefordert wird. Dass hier ganz grundsätzlich die Frage aufgeworfen wird, ob indirekte Horizontalverflechtungen den Wettbewerb gefährden, ergibt sich daraus, dass der Wettbewerbsbegriff keine einheitliche Definition kennt, sondern verschiedene Interpretationen zulässt. Wenn also eine Gefahr für den Wettbewerb behauptet wird, muss zunächst einmal geklärt werden, was Wettbewerb überhaupt ist. Dazu