

## Kapitel II

# Stand und Entwicklung der Unternehmenskonzentration in Deutschland

---

### Kurz gefasst

#### Summary

- 1 **Einleitung**
  - 2 **Konzentration und Verflechtung von Großunternehmen**
    - 2.1 Ziel und Methodik der Untersuchung
    - 2.2 Die 100 größten Unternehmen in Deutschland
    - 2.3 Anteilseigner und Kapitalverflechtungen der „100 Größten“
    - 2.4 Personelle Verflechtungen der „100 Größten“
    - 2.5 Beteiligung der „100 Größten“ an Unternehmenszusammenschlüssen
    - 2.6 Die nach inländischem Geschäftsvolumen größten Unternehmen einer Branche
  - 3 **Entwicklung von Marktmachtindikatoren in Deutschland und Europa**
    - 3.1 Einleitung
    - 3.2 Ursachen zunehmender sektorübergreifender Marktmacht
    - 3.3 Makroökonomische Folgen zunehmender Marktmacht
    - 3.4 Empirische Marktmachtindikatoren
    - 3.5 Ergebnisse: konstante Konzentration und steigende Preisaufschläge
    - 3.6 Zusammenfassung und Schlussfolgerungen
  - 4 **Unternehmensverflechtungen über indirekte Minderheitsbeteiligungen**
    - 4.1 Einleitung
    - 4.2 Institutionelle Anleger und indirekte Horizontalverflechtungen
    - 4.3 Einflussmöglichkeiten institutioneller Investoren
    - 4.4 Schadenstheorien im Zusammenhang mit wettbewerbsrelevanten Fragen
    - 4.5 Die Messung indirekter Horizontalverflechtungen und ihrer wettbewerblichen Effekte
    - 4.6 Empirische Hinweise auf wettbewerbsschädliche Effekte
    - 4.7 Maßnahmen gegen potenzielle Wettbewerbsrisiken
    - 4.8 Zusammenfassung und Schlussfolgerungen
-

## Kurz gefasst

Die Monopolkommission hat laut § 44 Abs. 1 Satz 1 GWB die Aufgabe, alle zwei Jahre den Stand und die Entwicklung der Unternehmenskonzentration in der Bundesrepublik Deutschland zu beurteilen. Im Rahmen ihres gesetzlichen Auftrags ermittelt sie seit Beginn der Berichterstattung die 100 größten Unternehmen in Deutschland zur Beurteilung der aggregierten, d. h. branchenübergreifenden, gesamtwirtschaftlichen Konzentration. Als Indikator für den Stand der aggregierten Konzentration wird der Anteil der „100 Größten“ an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung verwendet. Im Berichtsjahr 2016 liegt dieser Anteil bei 14,9 Prozent und ist damit gegenüber dem Berichtsjahr 2014 mit 0,7 Prozentpunkten vergleichsweise deutlich gesunken. Der tendenziell rückläufige Trend seit Beginn der Berichterstattung setzt sich somit im aktuellen Berichtszeitraum fort. Weitere Indikatoren weisen ebenfalls auf eine Abnahme der aggregierten Unternehmenskonzentration hin. So ist auch in Bezug auf die Verflechtungen zwischen den „100 Größten“ für das Berichtsjahr 2016 eine Fortsetzung des tendenziell rückläufigen Trends festzuhalten. Dieser äußert sich in einem Rückgang der Anzahl an Unternehmen, die mit mindestens einem weiteren Unternehmen über Kapitalanteile verbunden waren, auf 32 Unternehmen (nach 38 im Berichtsjahr 2014). Auch die Verbindungen von Unternehmen über Geschäftsführungsmitglieder sind von 45 Verbindungen im Jahr 2014 auf nur noch 34 Verbindungen im Jahr 2016 deutlich zurückgegangen.

Die Konzentrationsberichterstattung wird im vorliegenden Gutachten um zwei weitere aktuelle Aspekte ergänzt. So wird in den USA eine langfristige Zunahme von Unternehmenskonzentration und Marktmacht beobachtet und ein entsprechender wettbewerbspolitischer Handlungsbedarf diskutiert. Zur Analyse der Übertragbarkeit dieser Beobachtung auf Deutschland und Europa hat die Monopolkommission unter anderem konzentrationsstatistische Kennzahlen ausgewertet und unternehmensspezifische Preisaufschläge ermittelt. Die Entwicklung der Konzentration in Deutschland weist keinen ansteigenden Trend auf, wie dies in den USA der Fall ist. Im Gegensatz zur relativ konstanten Konzentrationsentwicklung steigt jedoch der durchschnittliche Preisaufschlag in Deutschland seit 2013 und lag 2015 auf einem höheren Niveau als noch vor der Finanz- und Wirtschaftskrise in 2007. Das Bild für Deutschland unterscheidet sich jedoch deutlich von dem für die USA, wo ein – zudem deutlich stärkerer – Anstieg von Preisaufschlägen vor allem in den Sektoren zu beobachten ist, die bereits hohe Preisaufschläge vorweisen.

Zudem wird die Möglichkeit diskutiert, dass indirekte Unternehmensverflechtungen über institutionelle Investoren wettbewerbsbeeinträchtigende Auswirkungen haben. Die Monopolkommission hat sich erneut mit diesem Thema beschäftigt und sieht weiterhin ein schwerwiegendes Problempotenzial. Grund hierfür ist, dass indirekte Unternehmensverflechtungen innerhalb eines Marktes über gemeinsame institutionelle Investoren die Wettbewerbsintensität zwischen den Wettbewerbern beeinträchtigen können, indem ein koordiniertes Verhalten vereinfacht wird oder einzelne Wettbewerber einseitig auf intensiven Wettbewerb verzichten. Die Monopolkommission hält es derzeit jedoch für verfrüht, weitreichende (wettbewerbs)rechtliche oder regulatorische Maßnahmen zu ergreifen. Die Monopolkommission begrüßt allerdings die Ankündigung der Generaldirektion Wettbewerb der Europäischen Kommission, sich dem Thema ausführlicher zu widmen. Positiv zu bewerten sind auch die Bestrebungen, mögliche Effekte indirekter Horizontalverflechtungen im Rahmen der ohnehin erfolgenden fusionskontrollrechtlichen Prüfung von Zusammenschlussvorhaben zu berücksichtigen.

Insgesamt stellt die Monopolkommission für die Unternehmenskonzentration in Deutschland keinen besorgniserregenden Trend fest. Insbesondere die untersuchten Konzentrationskennzahlen entwickeln sich konstant bis rückläufig. Allein der beobachtete Anstieg von Preisaufschlägen sowie die Unternehmensverflechtungen über indirekte Minderheitsbeteiligungen schränken den Eindruck einer tendenziell konstanten Entwicklung der Wettbewerbsintensität in der Bundesrepublik Deutschland ein. Diesen Anstieg gilt es auch zukünftig zu beobachten.

## Summary

Every two years, the Monopolies Commission has the task under Sec. 44 Para. 1 first sentence ARC to examine the state and development of concentration among companies in the Federal Republic of Germany. Since the beginning of its reporting, it has identified the 100 largest companies in Germany as part of its statutory mandate in order to assess aggregate, i.e. cross-sectoral, macroeconomic concentration. The share of the 100 largest companies in overall economic value added is used as an indicator for the level of aggregate concentration. In the reporting year 2016, this share was 14.9 percent, 0.7 percentage points lower than in 2014. The downward trend tendency since the beginning of reporting has thus continued in the current reporting period. Other indicators also point to a decrease in aggregate concentration. With regard to the links between the 100 largest companies for the reporting year 2016, a continuing downward trend can be noted. This is reflected in a decrease in the number of companies that were affiliated with at least one other company through capital shares to 32 companies (as against 38 in the reporting year 2014). The number of links of companies via members of the management board has also declined significantly from 45 connections in 2014 to only 34 connections in 2016.

Concentration reporting has been supplemented in this Report by two further aspects with a current relevance. In the first place, in the USA a long-term increase in concentration among companies and market power has been observed and a corresponding need for action in terms of competition policy is being discussed. In order to analyse the transferability of this observation to Germany and Europe, the Monopolies Commission has, among other things, evaluated concentration statistics and determined company-specific price mark-ups. The development of concentration in Germany does not show an upward trend, as is the case in the USA. However, in contrast to the relatively constant development of concentration, the average price mark-up in Germany has risen since 2013. In 2015, it was at a higher level than before the economic and financial crisis in 2007. However, the picture for Germany differs significantly from that for the USA, where a – much stronger – increase in price mark-ups can be observed, particularly in the sectors where price mark-ups are already high.

In addition, the possibility is being discussed that indirect corporate links via institutional investors may have anti-competitive effects. The Monopolies Commission has addressed this issue again and still sees a significant potential for problems. The reason for this is that indirect corporate links within a market via joint institutional investors can impede the intensity of competition between competitors by facilitating coordinated behaviour or can make competitors avoid intensive competition unilaterally. However, the Monopolies Commission considers it premature at this moment to take far-reaching measures of (competition) law or regulation. But the Monopolies Commission does welcome the announcement by the European Commission's Directorate-General for Competition to address the issue in more detail. Also, the effort of taking the possible effects of indirect horizontal links into account within the framework of the merger control review of proposed mergers, which is already under way, is to be noted positively.

Overall, the Monopolies Commission does not see a worrying trend in the concentration of companies in Germany. In particular, the indicators of concentration examined remain stable or show a downward trend. This impression that the competitive intensity in the Federal Republic of Germany remains stable is restricted only by the observed increases in price mark-ups and corporate links via indirect minority shareholdings. Such increases will be monitored closely in the future.

## 1 Einleitung

**274.** Die Monopolkommission hat laut § 44 Abs. 1 Satz 1 GWB die Aufgabe, alle zwei Jahre den Stand und die Entwicklung der Unternehmenskonzentration in der Bundesrepublik Deutschland zu beurteilen. Im vorliegenden Kapitel führt die Monopolkommission ihre Berichterstattung zur Unternehmenskonzentration in Deutschland fort und greift aktuell diskutierte Aspekte in Bezug auf wirtschaftliche Konzentrationsentwicklungen auf. Fortgesetzt wird insbesondere die Berichterstattung zur aggregierten, d. h. gesamtwirtschaftlichen Unternehmenskonzentration (Abschnitt 2). Ergänzt wird sie im vorliegenden Gutachten zum einen durch eine Analyse der Entwicklung von Marktmachtindikatoren in Deutschland und Europa (Abschnitt 3), zum anderen durch eine Darstellung der Bedeutung von Unternehmensverflechtungen über indirekte Minderheitsbeteiligungen (Abschnitt 4).

**275.** Der Auftrag zur Begutachtung der Unternehmenskonzentration in Deutschland wurde der Monopolkommission im Jahr 1973 übertragen,<sup>1</sup> als ausgehend von einer beobachteten Zunahme an Unternehmensakquisitionen in den USA eine intensive Konzentrationsdebatte geführt wurde.<sup>2</sup> Ähnlich hat sich im Berichtszeitraum die Konzentration wirtschaftlicher Aktivität erneut zunehmend zum Gegenstand internationaler wissenschaftlicher und wettbewerbspolitischer Debatten entwickelt.<sup>3</sup> Anlass hierzu gaben insbesondere kontrovers geführte Diskussionen über einen möglichen langfristigen Anstieg der Unternehmenskonzentration sowie indirekter Unternehmensverflechtungen über institutionelle Investoren. Ein Anstieg der Unternehmenskonzentration könnte, so die Befürchtung, zu Marktmacht auf wettbewerblich relevanten Märkten führen. In den USA wurden die zuständigen Behörden daher bereits aufgefordert, Vorschläge für einen effektiven Wettbewerbsschutz zu erarbeiten.<sup>4</sup> Neben den Folgen für den Wettbewerb auf einzelnen Märkten werden auch die gesamtwirtschaftlichen Folgen einer zunehmenden Konzentration wirtschaftlicher Aktivität diskutiert. Im Fokus stehen in diesem Zusammenhang insbesondere die großen amerikanischen Technologieunternehmen, beispielsweise Google oder Facebook.<sup>5</sup>

**276.** Die Monopolkommission untersucht die Bedeutung derartiger Großunternehmen für die Gesamtwirtschaft seit Beginn ihrer Berichterstattung im Rahmen ihrer Analyse der aggregierten Unternehmenskonzentration.<sup>6</sup> Die aggregierte Unternehmenskonzentration beschreibt die branchenübergreifende, gesamtwirtschaftliche Konzentration der Unternehmen in Deutschland. Davon zu unterscheiden ist eine Darstellung der Konzentration auf wettbewerblich relevanten Märkten. Ziel der Analyse der aggregierten Unternehmenskonzentration ist es, gesamtwirtschaftliche Konzentrationsentwicklungen zu beobachten, da Großunternehmen in der Regel auf mehreren Märkten tätig sind (Konglomerate). Zwar ist auf der Grundlage wettbewerbsökonomischer Theorien eine Konzentration wirtschaftlicher Aktivität durch Konglomerate regelmäßig weniger problematisch als die Konzentration wirtschaftlicher Aktivität innerhalb eines wettbewerblich relevanten Marktes. Gleichwohl beeinflussen Großunternehmen in besonderem Maße gesamtwirtschaftliche bzw. regionale Entwicklungen. Aus diesem Grund erhalten beispielsweise Entscheidungen von Großunternehmen über einzelne Produktionsstandorte eine erhöhte Aufmerksamkeit bei Medien und politischen Entscheidungsträgern.<sup>7</sup> Mit dieser Aufmerksamkeit können wiederum Möglichkeiten zur

<sup>1</sup> § 24b Abs. 1 Zweites Gesetz zur Änderung des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen vom 4. August 1973, BGBl. I 1973, S. 917.

<sup>2</sup> Schefzig, J., Die Beurteilung konglomerater Unternehmenszusammenschlüsse in Europa und den USA, 2013, S. 44.

<sup>3</sup> Bspw. führte die OECD im Juni dieses Jahres eine Anhörung zum Thema internationale Konzentrations- und Marktmachtentwicklung durch. Vgl. OECD, Market Concentration, Issues Paper by the Secretariat, DAF/COMP/WD(2018)46, 20. April 2018.

<sup>4</sup> Executive Order Nr. 13725 vom 15. April 2016.

<sup>5</sup> Autor, D. u. a., The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms, IZA Discussion Paper, Nr. 10756, Mai 2017; The Economist, The rise of the superstars, Special Report, 17. September 2016, S. 3–16.; sueddeutsche.de, Die Ungleichheit wächst, denn Super-Firmen greifen an (abrufbar unter: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/ungleichheit-super-firmen-greifen-an-1.3649240>, zuletzt abgerufen am 15. Mai 2018).

<sup>6</sup> Monopolkommission, I. Hauptgutachten, Mehr Wettbewerb ist möglich, Baden-Baden 1976, Tz. 209. Seit dem IV. Hauptgutachten dient dabei die Wertschöpfung als Größenkriterium. Zuvor wurden die größten Unternehmen anhand des Umsatzes abgegrenzt (Monopolkommission, IV. Hauptgutachten, Fortschritte bei der Konzentrationserfassung, Baden-Baden 1982, Tz. 345).

<sup>7</sup> Zuletzt sorgte beispielsweise die Ankündigung der Siemens AG, Standorte in Ostdeutschland schließen zu wollen, für Aufsehen (Köhn, R., Siemens schließt Standorte in größter Konzernsparte, FAZ online, 2017, abrufbar unter <http://www.faz.net/aktuell/>

Mitgestaltung politischer Rahmenbedingungen einhergehen.<sup>8</sup> Daher wird eine übermäßige Konzentration wirtschaftlicher Verfügungsgewalt insbesondere aus gesellschaftspolitischer Sicht als problematisch eingeschätzt.<sup>9</sup> Insofern scheint eine Beobachtung gesamtwirtschaftlicher Konzentrationsentwicklungen aus gesellschaftspolitischer Sicht angebracht. Zur Beurteilung von Stand und Entwicklung der aggregierten Unternehmenskonzentration ermittelt die Monopolkommission seit Beginn ihrer Berichterstattung die 100 größten Unternehmen in Deutschland (im Folgenden die „100 Größten“). Ihr aggregierter Anteil an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung wird anschließend als Indikator für den Stand der aggregierten Konzentration verwendet. Kapitalverflechtungen sowie personelle Verflechtungen zwischen den „100 Größten“ dienen als weitere Indikatoren.

**277.** Im vorliegenden Gutachten ergänzt die Monopolkommission ihre Berichterstattung zur aggregierten Unternehmenskonzentration in Deutschland durch eine Analyse der Entwicklung von Marktmachtindikatoren in Deutschland und Europa. Anlass sind aktuelle Studien aus den USA, die für die USA eine Zunahme von Unternehmenskonzentration und Marktmacht, gemessen durch unternehmensspezifische Preisaufschläge, beobachten. Zur Analyse der Übertragbarkeit der Beobachtungen in den USA auf Deutschland und Europa werden deshalb im Folgenden unter anderem konzentrationsstatistische Kennzahlen ausgewertet und unternehmensspezifische Preisaufschläge ermittelt.

**278.** Die Untersuchung der Unternehmenskonzentration schließt mit einer Analyse der wettbewerblichen Bedeutung institutioneller Investoren. International wird in diesem Zusammenhang derzeit diskutiert, dass indirekte Unternehmensverflechtungen über institutionelle Investoren wettbewerbsbeeinträchtigende Auswirkungen haben könnten. Grund hierfür ist, dass indirekte Unternehmensverflechtungen innerhalb eines Marktes über gemeinsame Anteilseigner möglicherweise die Wettbewerbsintensität zwischen den Wettbewerbern beeinträchtigen können, indem ein koordiniertes Verhalten vereinfacht wird oder einzelne Wettbewerber einseitig auf intensiven Wettbewerb verzichten. Im vorliegenden Kapitel analysiert die Monopolkommission die in diesem Zusammenhang diskutierten Schadenstheorien, Möglichkeiten der empirischen Messung des Ausmaßes indirekter Horizontalverflechtungen sowie Vorschläge (wettbewerbs)rechtlicher oder regulatorischer Maßnahmen.

## **2 Konzentration und Verflechtung von Großunternehmen**

### **2.1 Ziel und Methodik der Untersuchung**

#### **2.1.1 Ziel einer Analyse der aggregierten Unternehmenskonzentration**

**279.** Die aggregierte Unternehmenskonzentration beschreibt die branchenübergreifende, gesamtwirtschaftliche Konzentration der Unternehmen in Deutschland. Davon zu unterscheiden ist eine Darstellung der Konzentration auf wettbewerblich relevanten Märkten. Die Analyse der aggregierten Unternehmenskonzentration hat ihren Ursprung in der Überprüfung konglomerater Fusionen. So wurde von US-amerikanischen Wettbewerbsbehörden vorübergehend die Ansicht vertreten, dass ein Zusammenschluss untersagt werden sollte, wenn er die aggregierte Unternehmenskonzentration erhöhen würde.<sup>10</sup> Allerdings wurde dieses Kriterium nie gesetzlich verankert.<sup>11</sup>

**280.** Moderne wettbewerbsökonomische Theorien legen nahe, dass konglomerate Fusionen von Unternehmen, die auf unterschiedlichen Märkten tätig sind, für den Wettbewerb regelmäßig weniger schädlich sind als horizonta-

---

wirtschaft/unternehmen/siemens-schliesst-standorte-in-groesster-konzernsparte-15253775.html, zuletzt abgerufen am 12. März 2018).

<sup>8</sup> Dazu ausführlich Tz. 282.

<sup>9</sup> So auch der Gesetzgeber in seiner Begründung zur zweiten GWB-Novelle (Gesetzentwurf der Fraktionen der SPD, FDP, Entwurf eines Zweiten Gesetzes zur Änderung des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen, BT.-Drs. 7/76 vom 25. Januar 1973, S. 15 f.)

<sup>10</sup> Schefzig, J., a. a. O., S. 58.

<sup>11</sup> BKartA, Konglomerate Zusammenschlüsse in der Fusionskontrolle – Bestandsaufnahme und Ausblick, Diskussionspapier, 2006, S. 4.

le Unternehmenszusammenschlüsse. Gleichwohl berücksichtigen Wettbewerbsbehörden in den USA, Europa und Deutschland potenzielle Gefahren für den Wettbewerb auf einzelnen Märkten, die von konglomeraten Fusionen ausgehen können. Beispielsweise genehmigte die Europäische Kommission die Übernahme von LinkedIn durch Microsoft nur unter Bedingungen, die sicherstellen sollten, dass Microsoft seine starke Position auf dem Markt für PC-Betriebssysteme (Windows) nicht nutzen kann, um die Position von LinkedIn im Markt für Karrierenetze zu stärken.<sup>12</sup>

**281.** Neben ihrem Bezug zur Beurteilung konglomerater Fusionen gibt die Analyse der Konzentration und Verflechtung von Großunternehmen (aggregierte Unternehmenskonzentration) Aufschluss darüber, wie stark gesamtwirtschaftliche Entwicklungen von einzelnen, gegebenenfalls miteinander verflochtenen Großunternehmen abhängen, und trägt damit zur Transparenz über die Verteilung wirtschaftlicher Verfügungsgewalt bei. Diesen Aspekt hatte auch der Gesetzgeber bei der zweiten GWB-Novelle im Blick. In der Gesetzesbegründung wird ausgeführt: „da[ss] Konzentration an sich weder als gut noch als schlecht zu beurteilen“ sei. Weiter heißt es, dass eine „Einschränkung des Wettbewerbs durch Konzentration [...] auch die Erhaltung einer freiheitlichen und sozial befriedigenden Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung“ gefährde. Es sei daher auch aus gesellschaftspolitischer Sicht „unerwünscht, wenn wirtschaftliche Verfügungsgewalt von einem immer kleiner werdenden Personenkreis ausgeübt“<sup>13</sup> werde.

**282.** Die gesellschaftspolitische Bedeutung von Großunternehmen ergibt sich aus ihrem Einfluss auf volkswirtschaftliche Größen und wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen. Eine große wirtschaftliche Bedeutung kann mit einer erhöhten politischen Aufmerksamkeit einhergehen. So gilt in der empirischen Literatur neben der Wettbewerbs- bzw. Regulierungsintensität einer Branche insbesondere die Unternehmensgröße als entscheidender Faktor für die Intensität des Austauschs zwischen Unternehmensvertretern und politischen Entscheidungsträgern.<sup>14</sup> Dieser Austausch ist zu begrüßen, wenn er dem besseren Verständnis der Wirkungen wirtschaftspolitischer Maßnahmen aufseiten politischer Entscheidungsträger dient. Da ein solcher allerdings auch genutzt werden kann, um bei politischen Entscheidungsträgern für die Interessen der Unternehmen zu werben, können Beeinträchtigungen des Wettbewerbs resultieren. So können beispielsweise die in einem Markt etablierten Unternehmen die Aufmerksamkeit politischer Entscheidungsträger nutzen, um Markteintritte zu erschweren oder gar zu verhindern.<sup>15</sup> Die Nutzung politischer Verbindungen kann in derartigen Fällen zu erheblichen Wohlfahrtseinbußen führen.<sup>16</sup> Die Produktionsstandorte von Großunternehmen sind für die betroffenen Regionen mitunter von großer Bedeutung. Aus diesem Grund erhalten Unternehmensentscheidungen über einzelne Produktionsstandorte eine erhöhte Aufmerksamkeit bei Medien und politischen Entscheidungsträgern. So sorgte zuletzt die Ankündigung der Siemens AG, Standorte in Ostdeutschland schließen zu wollen, für Aufsehen.<sup>17</sup>

**283.** Eine besondere Bedeutung haben Großunternehmen für politische Entscheidungsträger auch, weil die wirtschaftliche Situation von Großunternehmen einen Einfluss auf gesamtwirtschaftliche Größen hat. In Volkswirtschaften, in denen es relativ wenige sehr große Unternehmen gibt, gleichen sich Veränderungen der wirtschaftli-

<sup>12</sup> Europäische Kommission, Fusionskontrolle: Kommission genehmigt Übernahme von LinkedIn durch Microsoft unter Bedingungen, Pressemitteilung vom 6. Dezember 2016.

<sup>13</sup> Gesetzentwurf der Fraktionen der SPD, FDP, Entwurf eines Zweiten Gesetzes zur Änderung des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen, BT.-Drs. 7/76 vom 25. Januar 1973, S. 15 f.

<sup>14</sup> Vgl. Dellis, K./Sondermann, D., Lobbying in Europe: new firm-level evidence, European Central Bank working paper series 2071, 2017, Figueiredo, J. M./Richter, B. K., Advancing the empirical research on lobbying, Annual review of political science 17, 2014, S. 163–185 und Borghesi, R./Chang, K., The determinants of effective corporate lobbying, Journal of economics and finance 39(3), 2015, S. 606–624.

<sup>15</sup> Matsumura, T./Yamagishi, A., Lobbying for regulatory reform by industry leaders, Journal of regulatory economics 52(1), 2017, S. 63–76.

<sup>16</sup> Magnolfi, L./Roncoroni, C., Political connections and market structure, Working paper, 2016, abrufbar unter <https://warwick.ac.uk/fac/soc/economics/staff/croncoroni/politicalconnectionsmarketstructure.pdf> (zuletzt abgerufen am 16. Januar 2018).

<sup>17</sup> Köhn, R., Siemens schließt Standorte in größter Konzernsparte, FAZ online, 2017, abrufbar unter <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/siemens-schliesst-standorte-in-groesster-konzernsparte-15253775.html> (zuletzt abgerufen am 12. März 2018).

chen Lage von Unternehmen nicht aus. Vielmehr können Veränderungen der wirtschaftlichen Lage von Großunternehmen einen erheblichen Anteil der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung determinieren. So kann ein Drittel der Veränderungen des US-amerikanischen Bruttoinlandsproduktes auf Veränderungen der wirtschaftlichen Lage der 100 größten amerikanischen Unternehmen zurückgeführt werden.<sup>18</sup> Auch für Deutschland gibt es Hinweise, dass Großunternehmen Einfluss auf aggregierte Größen ausüben. So erklären Schwankungen des Umsatzes der zehn größten Industrieunternehmen in Deutschland mehr als ein Drittel der Schwankungen des Umsatzes aller Industrieunternehmen.<sup>19</sup>

**284.** Hat die wirtschaftliche Entwicklung einzelner Unternehmen einen signifikanten Anteil an der wirtschaftlichen Entwicklung Deutschlands, werden politische Entscheidungsträger die Wirkungen politischer Maßnahmen auf diese Unternehmen in besonderem Maße berücksichtigen. Da Großunternehmen neben Steuereinnahmen auch verhältnismäßig viele Arbeitsplätze sichern, kann es politisch vorteilhaft sein, einzelne Großunternehmen oder Branchen zu stützen, indem wirtschaftliche Rahmenbedingungen geschaffen werden, die die wirtschaftliche Position dieser Unternehmen sichern. Großunternehmen der Automobilbranche kommt in Deutschland daher eine ähnlich große Aufmerksamkeit seitens der politischen Entscheidungsträger zu wie den als systemrelevant geltenden Banken oder Unternehmen der netzgebundenen Industrien, die als für die Versorgungssicherheit entscheidend angesehen werden. Auf der Grundlage von Veränderungen der aggregierten Konzentration können somit auch Rückschlüsse auf die politische Bedeutung von Großunternehmen gezogen werden.

### 2.1.2 Die Wertschöpfung des inländischen Konzerns als Größenkriterium

**285.** Zur Beurteilung der aggregierten Unternehmenskonzentration ermittelt die Monopolkommission seit Beginn ihrer Berichterstattung die 100 größten Unternehmen in Deutschland (im Folgenden die „100 Größten“).<sup>20</sup> Unter Unternehmen werden in diesem Zusammenhang inländische Konzerne verstanden. Das Konzept des inländischen Konzerns betrachtet alle Unternehmen einer Unternehmensgruppe in der Bundesrepublik Deutschland als wirtschaftliche Einheit. Regelmäßig stellt die Untersuchung somit auf (Teil-)Konzerne ab, deren oberste Gesellschaft (Mutterunternehmen) im Inland gemäß § 290 HGB verpflichtet ist, einen Konzernabschluss aufzustellen. In diesen werden alle Unternehmen einbezogen, die unter der einheitlichen Leitung des inländischen Mutterunternehmens stehen oder bei denen die inländische Muttergesellschaft über die Mehrheit der Stimmrechte verfügt, die Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsgremiums bestellen bzw. abberufen oder aufgrund der Satzung bzw. eines Beherrschungsvertrags einen beherrschenden Einfluss ausüben kann.<sup>21</sup> Zwar können zum Konsolidierungskreis der inländischen Muttergesellschaft auch Unternehmen gehören, die ihren Sitz im Ausland haben, diese bleiben jedoch unberücksichtigt.

**286.** Als Größenkriterium zur Abgrenzung des Kreises der „100 Größten“ verwendet die Monopolkommission seit dem IV. Hauptgutachten die Wertschöpfung.<sup>22</sup> Wie die gesamtwirtschaftliche Wertschöpfung kann die Wertschöpfung eines Unternehmens aus zwei Perspektiven betrachtet werden: Aus realgüterwirtschaftlicher Sicht entspricht sie dem Wert, den ein Unternehmen den Vorprodukten beispielsweise durch Umwandlung hinzufügt. In der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung spiegelt sich diese Betrachtungsweise in der Entstehungsrechnung wider. Wie in der Verteilungsrechnung der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung kann die Wertschöpfung auch aus der nominalgüterwirtschaftlichen Perspektive betrachtet werden. Dann entspricht die Wertschöpfung eines Unter-

<sup>18</sup> Gabaix, X., The granular origins of aggregate fluctuations, *Econometrica* 79(3), 2011, S. 733–772.

<sup>19</sup> Wagner, J., The German manufacturing sector is a granular economy, *Applied Economics Letters* 19(17), 2012, S. 1663 ff.

<sup>20</sup> Monopolkommission, I. Hauptgutachten, Mehr Wettbewerb ist möglich, Baden-Baden 1976, Tz. 209.

<sup>21</sup> Es werden aber auch Teilkonzerne erfasst, die kein inländisches Mutterunternehmen haben. Dies können Unternehmen mit einem ausländischen Mutterunternehmen, wie die Shell-Gruppe Deutschland, sein, aber auch Gleichordnungskonzerne, wie die Debeka-Versicherungsgruppe, oder von der Monopolkommission als wettbewerbliche Einheit betrachtete Unternehmen, wie die EDEKA-Gruppe.

<sup>22</sup> Zuvor wurden die größten Unternehmen anhand des Umsatzes abgegrenzt (Monopolkommission, IV. Hauptgutachten, Fortschritte bei der Konzentrationserfassung, Baden-Baden 1982, Tz. 345).

nehmens den Einkommen, die es für die am Unternehmen beteiligten Parteien generiert. Dazu zählen neben Gewinnen und Zinsen der Kapitalgeber auch die Arbeitseinkommen der Arbeitnehmer und die Steuern, die dem Staat zufließen.<sup>23</sup>

**287.** Die Verwendung der Wertschöpfung als Größenkriterium bietet sich vor dem Hintergrund des Ziels der Erfassung der aggregierten Unternehmenskonzentration an. Sollen unabhängig von der Branche, in denen Unternehmen tätig sind, alle Großunternehmen zur Beurteilung der aggregierten Konzentration herangezogen werden, ist die Wertschöpfung als Größenkriterium gegenüber anderen Größen, wie den Umsätzen von Industrie-<sup>24</sup>, Handels- und Dienstleistungsunternehmen, den Bilanzsummen bei Kreditinstituten<sup>25</sup> oder den Bruttobeitragseinnahmen bei Versicherungsunternehmen<sup>26</sup>, vorzugswürdig, da sie einen Vergleich der Leistungsfähigkeit von Unternehmen über Branchen hinweg ermöglicht. Branchenübergreifende Vergleiche auf der Grundlage des Geschäftsvolumens sind dagegen nicht aussagekräftig. Sollen neben Industrieunternehmen beispielsweise auch Kreditunternehmen in die Beurteilung der aggregierten Konzentration eingehen, ist eine Gegenüberstellung der Bilanzsummen aufseiten der Kreditinstitute und der Umsätze aufseiten der Industrieunternehmen nicht zielführend.<sup>27</sup>

**288.** Insbesondere vor dem Hintergrund, dass die Berichterstattung zur aggregierten Unternehmenskonzentration Aufschluss über die Verteilung wirtschaftlicher Verfügungsgewalt geben soll, ergibt sich ein weiterer Vorteil aus der Verwendung der Wertschöpfung als Größenkriterium. Das Bruttoinlandsprodukt, das annähernd der volkswirtschaftlichen Bruttowertschöpfung entspricht,<sup>28</sup> gilt neben der Arbeitslosenquote als entscheidender Maßstab für die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit eines Landes und den Erfolg politischer Entscheidungsträger. Der Anteil von Großunternehmen an dieser Größe spiegelt somit einerseits ihren Anteil an der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit eines Landes und andererseits ihre Bedeutung für politische Entscheidungsträger – zusammengefasst ihre gesellschaftspolitische Bedeutung – wider. Sollen Unternehmen bezüglich ihrer gesellschaftspolitischen Bedeutung beurteilt werden, bietet die Wertschöpfung gegenüber den branchenspezifischen Geschäftsvolumina als Größenkriterium auch hier den Vorteil, dass sie branchenübergreifende Vergleiche ermöglicht. Verglichen mit einem Handelsunternehmen generiert ein Industrieunternehmen beispielsweise bei gleichem Umsatz aufgrund einer stärkeren vertikalen Integration regelmäßig höhere Einkommen für die an ihm beteiligten Gruppen (Arbeitnehmer, Kapitalgeber, Staat) und hat aus diesem Grund auch ein größeres gesellschaftspolitisches Gewicht.

### 2.1.3 Die Ermittlung der „100 Größten“

**289.** Um den Kreis der „100 Größten“ abzugrenzen, wurden auf Basis von Abfragen der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk und von Pressemitteilungen die für das Berichtsjahr 2016 potenziell zum Kreis gehörenden Unternehmen bestimmt. Zur Ermittlung ihrer inländischen Wertschöpfung wurden aus diesem Kreis 202 Unternehmen befragt. 174 Unternehmen (86,1 Prozent) stellten der Monopolkommission die benötigten Kennzahlen zur Verfügung, davon 74 Unternehmen (36,6 Prozent) auf der Grundlage eines verkürzten Fragebogens. Die inländische Wertschöpfung der Unternehmen, die keine Daten zur Verfügung stellten, wurde geschätzt.

<sup>23</sup> Die konkrete Berechnung der Wertschöpfung auf der Grundlage von Jahresabschlussdaten wird detailliert im Anhang zu diesem Gutachten beschrieben (Anhang Abschnitt 1.1.)

<sup>24</sup> Im Folgenden bezeichnet der Begriff „Industrie“ das produzierende Gewerbe. Nach der Einteilung des Statistischen Bundesamtes (Klassifikation der Wirtschaftszweige, Ausgabe 2008) sind diesem die Wirtschaftsabschnitte B (Bergbau), C (verarbeitendes Gewerbe), D (Energieversorgung), E (Wasserversorgung, Abwasser- und Abfallentsorgung) sowie F (Baugewerbe) zugeordnet.

<sup>25</sup> Im Folgenden bezeichnet der Begriff „Kreditinstitute“ das Kreditgewerbe (WZ 2008: Abteilung K 64, Gruppen K 66.1, K 66.3).

<sup>26</sup> Im Folgenden bezeichnet der Begriff „Versicherungen“ das Versicherungsgewerbe (WZ 2008: Abteilung K 65, Gruppe K 66.2).

<sup>27</sup> Eine Verwendung des Unternehmenswerts ließe diesen Vergleich zwar zu, wäre aber insbesondere bei nicht börsennotierten Unternehmen mit erheblichen methodischen Problemen verbunden.

<sup>28</sup> Im Jahr 2016 betrug der Anteil der Bruttowertschöpfung am Bruttoinlandsprodukt mehr als 90 Prozent (Statistisches Bundesamt, Fachserie 18 Reihe 1.5 vom 5. September 2017).

**290.** Die Befragung der Unternehmen ist in der Regel notwendig, weil die Wertschöpfung des inländischen Konzerns regelmäßig nicht auf der Grundlage eines veröffentlichten Konzernabschlusses erhoben werden kann. Die Veröffentlichungspflichten für publizitätspflichtige Unternehmen (gemäß § 325 Abs. 1 HGB) sind relativ großzügig gehalten. Börsennotierte Unternehmen müssen ihre Jahresabschlussunterlagen zwar bereits nach Ablauf von vier Monaten beim Betreiber des elektronischen Bundesanzeigers einreichen, ansonsten liegt die Frist bei zwölf Monaten. Da für das Berichtsjahr 2016 alle Jahresabschlüsse einbezogen werden, die den 30. Juni 2016 einschließen, müssen einige Unternehmen ihren Jahresabschluss erst kurz vor Erscheinen der vorliegenden Untersuchung publizieren. Zudem kann die rechtliche Ausgestaltung der Konzernstruktur dazu führen, dass kein Konzernabschluss vorliegt, auf dessen Grundlage die inländische Wertschöpfung ermittelt werden kann. So ist die zu betrachtende wirtschaftliche Einheit im Inland nicht zur Aufstellung eines (Teil-)Konzernabschlusses verpflichtet, wenn eine ausländische Konzernobergesellschaft einen Konzernabschluss aufstellt, der bestimmte Kriterien erfüllt (§§ 291 f. HGB).

**291.** Selbst in Fällen, in denen ein (Teil-)Konzernabschluss eines inländischen Mutterunternehmens vorliegt, kann die inländische Wertschöpfung nicht ermittelt werden, wenn es sich um eine Personengesellschaft mit vollhaftendem Gesellschafter oder Einzelkaufmann handelt, da in diesem Fall die zur Ermittlung der Wertschöpfung notwendige Gewinn-und-Verlust-Rechnung nicht offengelegt werden muss (§ 9 Abs. 2 PublG), wenn in der Anlage zur Bilanz bestimmte Erfolgspositionen genannt werden (§ 5 Abs. 5 Satz 3 PublG). Zudem sind Konzernobergesellschaften national (§ 290 HGB) und international (IFRS 10)<sup>29</sup> verpflichtet, alle Tochterunternehmen unabhängig von deren Standort in ihren Konzernabschluss einzubeziehen bzw. zu konsolidieren. Da Mutterunternehmen im Inland regelmäßig auch Tochterunternehmen im Ausland konsolidieren, ist es auf der Grundlage des Konzernabschlusses auch in diesen Fällen nicht möglich, die inländische Wertschöpfung zu bestimmen.

**292.** Hat die Befragung der Unternehmen nicht alle erforderlichen Daten zur Ermittlung der Wertschöpfung liefern können, wurde die inländische Wertschöpfung der betroffenen Unternehmen geschätzt.<sup>30</sup> Die Wahl des Schätzverfahrens wurde von der im Einzelfall vorliegenden Konzernstruktur und dem verfügbaren Datenmaterial abhängig gemacht. Beruhte die Wertschöpfung des inländischen Konzerns beispielsweise überwiegend auf der Geschäftstätigkeit einer Gesellschaft, wurde die inländische Wertschöpfung auf der Grundlage der Daten des Einzelabschlusses dieser Gesellschaft ermittelt. Konnte eine begrenzte Anzahl an Gesellschaften im Inland identifiziert werden, die einen Großteil der inländischen Wertschöpfung erwirtschaften, wurden die Einzelabschlüsse dieser Gesellschaften ausgewertet und die inländische Wertschöpfung als Summe der Wertschöpfung dieser Gesellschaften dargestellt.

**293.** In vielen Fällen lagen zwar Konzernabschlussdaten zur Ermittlung der Wertschöpfung des gesamten Konzerns vor, die Wertschöpfung im Inland konnte jedoch nicht ermittelt werden, da ausländische Tochterunternehmen einbezogen wurden. Hier wurde auf der Grundlage vorliegender Größenrelationen von der weltweiten Wertschöpfung auf die inländische Wertschöpfung eines Unternehmens geschlossen. Ähnlich wurde auch die inländische Wertschöpfung von Unternehmen im Lebensmitteleinzelhandel geschätzt. Da im Lebensmitteleinzelhandel häufig eine Vielzahl rechtlich selbstständiger Einzelhändler oder Genossenschaften einer Unternehmensgruppe zuzuordnen sind, liegt hier regelmäßig kein die gesamte Unternehmensgruppe umfassender Konzernabschluss zur Ermittlung der Wertschöpfung vor. Unter Zuhilfenahme der Publikation „Top-Firmen – Das Nachschlagewerk zum deutschen Lebensmittelhandel – Edition 2017“ des Anbieters TradeDimensions, und vereinzelt auch von Pressemitteilungen, wurde in diesen Fällen von Größenrelationen bei einzelnen Händlern bzw. Genossenschaften auf die gesamte Wertschöpfung eines Unternehmens geschlossen.

<sup>29</sup> Die International Financial Reporting Standards (IFRS) werden vom International Accounting Standards Board herausgegeben und im Anschluss an ein Bestätigungsverfahren in der EU verpflichtend. Mit der Verordnung (EU) Nr. 1254/2012 der Kommission vom 11. Dezember 2012 wurde IFRS 10, der Regelungen zur Aufstellung von Konzernabschlüssen enthält, verpflichtend.

<sup>30</sup> Die dabei verwendeten Verfahren werden im Anhang zu diesem Gutachten detailliert beschrieben (Anhang Abschnitt 1.2).

### 2.1.4 Gang der Untersuchung

**294.** In Abschnitt 2.2 werden die „100 Größten“ mit ihrer Branchenzugehörigkeit, der Wertschöpfung, dem Geschäftsvolumen und der Anzahl der Beschäftigten in der Bundesrepublik Deutschland dargestellt. Anschließend werden die „100 Größten“ im Hinblick auf diese Kennzahlen analysiert und diese in Bezug zu gesamtwirtschaftlichen Vergleichsgrößen gesetzt. Da Verflechtungen von Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ untereinander die gesamtwirtschaftliche Bedeutung dieser Unternehmen noch verstärken können, folgen in den Abschnitten 2.3 und 2.4 Analysen zu den Kapital- und personellen Verflechtungen zwischen den „100 Größten“. Um mögliche Konzentrationstendenzen durch externes Wachstum der „100 Größten“ beobachten zu können, wird zudem erfasst, wie häufig Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ beim Bundeskartellamt Zusammenschlüsse angemeldet haben und wie häufig diese Anmeldungen freigegeben wurden (Abschnitt 2.5). Die Analyse der aggregierten Unternehmenskonzentration schließt mit einer branchenspezifischen Betrachtung von Großunternehmen, bei der die branchenspezifischen Geschäftsvolumina als Größenkriterium herangezogen werden (Abschnitt 2.6). So können aggregierte Konzentrationsprozesse auch auf einer kleineren als der gesamtwirtschaftlichen Ebene eingeschätzt werden.

## 2.2 Die 100 größten Unternehmen in Deutschland

### 2.2.1 Die Zusammensetzung des Kreises der 100 größten Unternehmen

**295.** Tabelle II.1 zeigt die 100 größten Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland im Berichtsjahr 2016 geordnet nach der Höhe ihrer Wertschöpfung im Inland. Neben der inländischen Wertschöpfung wird ausgewiesen in welchen Wirtschaftszweigen die Unternehmen tätig sind, welches Geschäftsvolumen sie im Berichtsjahr erzielt und wie viele Personen sie beschäftigt haben.<sup>31</sup> Die genannten Merkmale beziehen sich auf Konzernbereiche im Inland. Bei der Größe „Geschäftsvolumen“ handelt es sich bei Industrie-, Handels- und Dienstleistungsunternehmen um die Umsatzerlöse, bei Kreditinstituten um die Bilanzsumme und bei Versicherungsunternehmen um die Bruttobeitragseinnahmen.

---

<sup>31</sup> Auf eine Ermittlung des inländischen Cashflows sowie der Sachanlagen im Inland wurde in der vorliegenden Untersuchung verzichtet. Zwar können Cashflow und Sachanlagen zu einer Einschätzung der Marktstellung eines Unternehmens herangezogen werden, allerdings erfordern konkrete wettbewerbspolitische Entscheidungen eine detaillierte Analyse von Marktpositionen und Aktivitäten von Unternehmen in relevanten Märkten. Die vorliegende Untersuchung kann hier ohnehin lediglich als Orientierungshilfe für weiterführende Analysen dienen (vgl. Monopolkommission, XX. Hauptgutachten, Eine Wettbewerbsordnung für die Finanzmärkte, Baden-Baden 2014, Tz. 400).

**Tabelle II.1: Die nach inländischer Wertschöpfung 100 größten Unternehmen im Berichtsjahr 2016**

Rang	Jahr	Unternehmen <sup>1</sup>	Wirtschafts- zweig <sup>2</sup>	Wertschöp- fung <sup>3</sup>		Geschäftsvolu- men <sup>4</sup>	Beschäftig- te
				in Mio. EUR			
1	2016	Volkswagen AG	29	24.847	147.318	281.518	
1	2014			29.595	139.525	271.043	
2	2016	Daimler AG	29	21.188	106.142	170.034	
2	2014			19.481	85.637	168.909	
3	2016	Bayerische Motoren Werke AG	29, 30	14.209	76.180	88.445	
3	2014			14.631	68.181	83.128	
4	2016	Robert Bosch GmbH	26, 27, 28	12.938	43.064	133.974	
7	2014		29, 46	9.173	32.296	105.429	
5	2016	Siemens AG <sup>c</sup>	26, 27,	11.987	33.892	113.000	
4	2014		28, 30	13.648*	32.118	115.000	
6	2016	Deutsche Bahn AG	49, 52	11.782	23.772	187.395	
6	2014			11.669	23.464	187.882	
7	2016	Deutsche Telekom AG	61	11.711	25.273	104.662	
5	2014			13.071	25.742	114.749	
8	2016	Deutsche Post AG	52, 53	7.991*	17.910	174.537	
8	2014			7.309*	17.367	170.596	
9	2016	INA-Holding Schaeffler	22, 25,	7.591*	20.308	88.061	
30	2014	GmbH & Co. KG	28, 29	2.937	7.947	30.525	
10	2016	Bayer AG	20, 21	7.342	23.285	37.013	
12	2014			5.634	21.373	35.791	
11	2016	Commerzbank AG	64	6.944	437.643	33.843	
23	2014			3.939	512.801	39.779	
12	2016	BASF SE	06, 20,	6.676	17.540	51.557	
9	2014		21, 22	6.492	32.241	53.277	
13	2016	Deutsche Lufthansa AG	33, 51,	6.066	22.947	68.181	
13	2014		56	5.160	22.009	60.274	
14	2016	SAP SE	62	5.698	14.132	18.866	
14	2014			5.045	10.197	17.673	
15	2016	Fresenius SE & Co. KGaA	20, 21, 26	5.230	9.365	84.165	
15	2014		32, 46	4.740	8.594	79.328	

Rang	Jahr	Unternehmen <sup>1</sup>	Wirtschafts- zweig <sup>2</sup>	Wertschöp- fung <sup>3</sup>		Geschäftsvolu- men <sup>4</sup>	Beschäftig- te
				in Mio. EUR			
16	2016	REWE-Gruppe	46, 47,	4.974*	38.964	161.067	
17	2014		79	4.462*	37.204	153.782	
17	2016	Schwarz-Gruppe <sup>f</sup>	47	4.845*	34.000*	156.000*	
19	2014			4.383*	30.964*	71.500*	
18	2016	Airbus-Gruppe Deutschland	25, 30	4.711*	18.194	46.713	
16	2014			4.691*	14.553	48.374	
19	2016	Vonovia SE	68	4.636	3.437	7.067	
–	2014						
20	2016	thyssenkrupp AG <sup>5, c</sup>	24, 28,	4.337	19.158	59.930	
26	2014		29, 30	3.570	19.091	59.783	
21	2016	Allianz SE	65	4.189	27.350	40.167	
27	2014			3.382	28.157	40.692	
22	2016	Deutsche Bank AG	64	4.176	899.209	44.600	
10	2014			6.463	983.981	45.392	
23	2016	EDEKA-Gruppe	46, 47	4.087*	49.622*	352.000	
25	2014			3.768*	46.542*	336.100	
24	2016	ZF Friedrichshafen AG	28, 29	4.028	11.451	41.483	
24	2014			3.798	10.999	41.188	
25	2016	Roche-Gruppe Deutschland	20, 21,	3.482*	6.464	13.207	
53	2014		32, 46	1.405 <sup>E</sup>	4.195 <sup>E</sup>	11.970 <sup>E</sup>	
26	2016	Aldi-Gruppe	46, 47	3.228*	25.472*	75.100*	
28	2014			2.991*	24.849*	64.700*	
27	2016	METRO AG <sup>6, c</sup>	46, 47	3.226	22.622	70.714	
21	2014			4.242	25.478	87.255	
28	2016	Ford-Gruppe Deutschland	29	3.074	22.474	25.399	
52	2014			1.411 <sup>E</sup>	17.466 <sup>E</sup>	24.469 <sup>E</sup>	
29	2016	Bertelsmann SE & Co. KGaA	18, 58,	3.041	6.936	36.064	
29	2014		59	2.979*	6.931	40.846	
30	2016	Evonik Industries AG	20	3.013	6.906	21.783	
32	2014			2.640	7.720	21.439	
31	2016	Münchener Rückversicherungs-	65	2.907	35.443	21.077	
31	2014	Gesellschaft AG		2.797	35.280	21.899	

Rang	Jahr	Unternehmen <sup>1</sup>	Wirtschafts- zweig <sup>2</sup>	Wertschöp- fung <sup>3</sup>	Geschäftsvolu- men <sup>4</sup>	Beschäftig- te
				in Mio. EUR		
32	2016	Sanofi-Gruppe Deutschland <sup>E</sup>	21	2.861	4.723	7.837
20	2014			4.378	6.081	7.562
33	2016	C. H. Boehringer Sohn AG & Co. KG	21	2.516*	9.636	13.968
38	2014			2.091*	7.902	13.367
34	2016	KfW Bankengruppe	64	2.302	507.013	5.944
35	2014			2.231	489.072	5.518
35	2016	Asklepios Kliniken GmbH	86	2.244	3.211	34.887
37	2014			2.137	3.020	34.255
36	2016	IBM-Gruppe Deutschland	26, 62,	2.145	4.898	10.725
36	2014			63	2.142	4.905
37	2016	Rethmann SE & Co. KG	21, 38,	1.926*	7.609	38.907
41	2014			52	1.660*	7.746
38	2016	General Motors-Gruppe Deutschland <sup>E</sup>	29	1.882	12.294	20.034
33	2014			2.414	13.487	19.521
39	2016	HGV Hamburger Gesellschaft für Vermögens und Beteiligungsmanagement mbH	36, 49,	1.670	4.491	21.023
45	2014			52, 68	1.523	4.185
40	2016	Adolf Würth GmbH & Co. KG	25, 46	1.632	5.086	21.697
46	2014			1.488	4.590	20.226
41	2016	Sana Kliniken AG	86	1.617	2.404	22.342
50	2014			1.418	2.156	20.848
42	2016	Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide	52	1.584	2.115	17.772
56	2014			1.328	2.072	18.667
43	2016	Otto Group <sup>f</sup>	47	1.565*	8.349	26.653
43	2014			1.538*	7.741	26.531
44	2016	BP-Gruppe Deutschland	06, 19,	1.565	20.704	4.887
–	2014			46		
45	2016	UniCredit-Gruppe Deutschland	64	1.559	206.135	13.367
40	2014			1.740	197.323	16.296
46	2016	DZ Bank AG	64	1.540	455.363	26.924
39	2014			1.855	362.243	26.294
47	2016	STRABAG-Gruppe Deutschland	41, 42	1.510*	6.270	28.846
44	2014			1.537*	6.080	27.551

Rang	Jahr	Unternehmen <sup>1</sup>	Wirtschafts- zweig <sup>2</sup>	Wertschöp- fung <sup>3</sup>	Geschäftsvolu- men <sup>4</sup>	Beschäftig- te
				in Mio. EUR		
48 –	2016 2014	Adecco-Gruppe Deutschland <sup>E</sup>	82	1.467	1.659	2.793
49 57	2016 2014	Deutsche Börse AG	62, 63, 66, 82	1.457 1.297	1.807 1.462	2.067 1.920
50 49	2016 2014	Salzgitter AG	24, 25, 28, 46	1.436 1.429	7.099 8.398	19.095 19.821
51 51	2016 2014	MERCK KGaA <sup>7</sup>	20, 21, 32	1.389 1.414	4.582 4.189	12.450 11.191
52 54	2016 2014	Henkel AG & Co. KGaA	20, 22	1.357 1.342	3.299 4.083	8.242 8.180
53 64	2016 2014	Carl Zeiss AG <sup>C</sup>	26, 32	1.345* 1.137*	3.062 2.762	10.814 10.773
54 61	2016 2014	Procter & Gamble-Gruppe Deutschland <sup>S, a</sup>	20, 22, 27, 46	1.267 1.180	1.894 1.828	10.953 11.990
55 47	2016 2014	Wacker Chemie AG	20, 26	1.237 1.477	4.241 4.007	12.138 12.366
56 63	2016 2014	maxingvest AG	10, 12, 20, 46	1.232* 1.138*	3.818 3.877	13.961 14.441
57 98	2016 2014	Nestlé-Gruppe Deutschland	10, 46	1.225* 801*	4.276 3.863	12.209 12.970 <sup>13)</sup>
58 65	2016 2014	PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungs- gesellschaft <sup>a</sup>	69	1.208 1.106	1.778 1.545	9.666 9.500
59 68	2016 2014	KPMG AG Wirtschaftsprüfungs- gesellschaft <sup>c</sup>	69	1.190 1.041	1.544 1.335	9.737 9.297
60 92	2016 2014	Norddeutsche Landesbank Girozentrale	64	1.185 851	161.175 158.806	5.596 5.787
61 –	2016 2014	AXA-Gruppe Deutschland	65	1.167	10.395	9.217
62 55	2016 2014	Landesbank Baden- Württemberg	64	1.134 1.334	214.409 234.009	8.792 9.905

Rang	Jahr	Unternehmen <sup>1</sup>	Wirtschafts- zweig <sup>2</sup>	Wertschöp- fung <sup>3</sup>	Geschäftsvolu- men <sup>4</sup>	Beschäftig- te
				in Mio. EUR		
63	2016	Bayerische Landesbank	64	1.114	208.237	6.300
62	2014			1.146	232.224	5.919
64	2016	HDI Haftpflichtverband der	65	1.112 <sup>*</sup>	8.793	10.983
75	2014	Deutschen Industrie V. a. G.		942 <sup>*</sup>	9.335	11.142
65	2016	AVECO Holding AG	81	1.109 <sup>*</sup>	1.887	47.156
71	2014			1.001	1.727	45.299
66	2016	DEKRA SE	70, 71	1.108 <sup>*</sup>	1.740	19.719
70	2014			1.022 <sup>*</sup>	1.566	19.353
67	2016	Rheinmetall AG	25, 26,	1.088 <sup>*</sup>	2.795	10.181
97	2014		28, 30	814 <sup>*</sup>	2.330	9.827
68	2016	INGKA-Gruppe Deutschland <sup>b</sup>	47	1.081 <sup>*</sup>	5.013	12.675
–	2014					
69	2016	Liebherr-International-Gruppe	27, 28,	1.073 <sup>*</sup>	2.959	18.289
58	2014	Deutschland	30	1.277 <sup>*</sup>	4.593	17.362
70	2016	EWE AG	35	1.058	6.838	8.083
87	2014			869	7.361	7.704
71	2016	Axel Springer SE	18, 58	1.039	1.949	8.096
95	2014			840	1.918	8.715
72	2016	ProSiebenSat.1 Media SE <sup>8</sup>	60	1.030 <sup>*</sup>	2.970	4.568
82	2014			889 <sup>*</sup>	2.477	3.188
73	2016	Dr. August Oetker KG	10, 11,	1.030 <sup>*</sup>	9.270	17.010
84	2014		46, 50	879 <sup>*</sup>	8.594	14.811
74	2016	B. Braun Melsungen AG	21, 32	1.029	3.141	14.876
86	2014			874	2.745	13.616
75	2016	LANXESS AG	20	1.028	3.925	7.600
76	2014			917	4.127	7.582
76	2016	ABB-Gruppe Deutschland	26, 27,	1.022	4.287	10.526
73	2014		43	977	2.973	10.898
77	2016	dm-drogerie markt	47	1.003	6.364	23.922
77	2014	Verwaltungs-GmbH <sup>c</sup>		909	5.454	27.238
78	2016	Vivantes – Netzwerk	86	1.001	1.160	11.845
–	2014	für Gesundheit GmbH				

Rang	Jahr	Unternehmen <sup>1</sup>	Wirtschafts- zweig <sup>2</sup>	Wertschöp- fung <sup>3</sup>	Geschäftsvolu- men <sup>4</sup>	Beschäftig- te
				in Mio. EUR		
79	2016	MAHLE GmbH <sup>9</sup>	29	1.001	2.750	12.415
–	2014					
80	2016	Ernst & Young-Gruppe	64, 69,	990	1.558	9.350
85	2014	Deutschland <sup>9</sup>	70	878	1.373	8.043
81	2016	Rolls-Royce-Gruppe	28, 45,	981 <sup>*</sup>	1.037	10.700
96	2014	Deutschland	46	822 <sup>*</sup>	2.520	8.265
82	2016	Miele & Cie. KG <sup>a</sup>	27, 46	978	2.729	10.327
94	2014			843	2.416	10.412
83	2016	Stadtwerke Köln GmbH	35, 36,	969	4.959	12.473
81	2014		38, 49	898	4.556	11.834
84	2016	Shell-Gruppe Deutschland <sup>5</sup>	06, 19,	957	13.591	3.680
–	2014		35, 46			
85	2016	Hella KGaA Hueck & Co. <sup>6</sup>	25, 27,	953	2.631	9.707
74	2014		29	956	2.718	9.584
86	2016	Saint-Gobain-Gruppe	23, 24,	946	4.055	14.445
66	2014	Deutschland	25, 46	1.091	4.546	16.432
87	2016	Freudenberg & Co. KG	13, 20,	940	2.621	11.812
78	2014		22, 29	908	2.326	9.647
88	2016	HUK-COBURG	65	939	6.928	10.031
90	2014			862	6.321	10.029
89	2016	DFS Deutsche	52	926	1.170	5.632
80	2014	Flugsicherung GmbH		901	1.106	5.879
90	2016	LyondellBasell-Gruppe	20	923	3.667	2.066
–	2014	Deutschland <sup>E</sup>				
91	2016	VINCI-Gruppe Deutschland	41, 42	894 <sup>*</sup>	2.387	12.379
–	2014					
92	2016	Linde AG	20, 71	887	2.707	8.014
72	2014			1.000	2.987	8.090
93	2016	United Internet AG	62	871 <sup>*</sup>	3.515	6.438
–	2014					
94	2016	Krones AG	28	870	2.688	10.055
99	2014			788	2.567	9.344

Rang	Jahr	Unternehmen <sup>1</sup>	Wirtschafts- zweig <sup>2</sup>	Wertschöp- fung <sup>3</sup>	Geschäftsvolu- men <sup>4</sup>	Beschäftig- te
				in Mio. EUR		
95 –	2016 2014	Philip Morris International- Gruppe Deutschland <sup>E</sup>	12, 46	867	6.601	531
96 60	2016 2014	K+S AG	08, 20, 38	857 1.225	1.975 2.277	10.018 9.986
97 34	2016 2014	Rhön-Klinikum AG	86	857 2.297	1.176 1.511	16.486 15.602
98 69	2016 2014	Debeka-Gruppe	65	824 1.038	9.792 9.830	16.352 16.881
99 –	2016 2014	Charité Universitätsmedizin Berlin KöR	86	819	1.174	9.708
100 91	2016 2014	Stadtwerke München GmbH	35, 36, 49	817 855	6.321 6.095	9.022 8.660
– 11	2016 2014	RWE AG	35, 36	–1.472 6.186	41.032 49.083	34.835 36.411
– 18	2016 2014	Continental AG	22, 29	– 4.461	– 12.045	– 52.411
– 22	2016 2014	E.ON SE	20, 35	–27 4.052	21.985 98.457	16.695 22.290
– 42	2016 2014	Vattenfall-Gruppe Deutschland	05, 35, 36	–2.012 1.592	12.552 14.654	7.505 17.476
– 48	2016 2014	EnBW Energie Baden-Württemberg AG <sup>10</sup>	35	–159 1.461	18.189 19.509	17.182 17.008
– 59	2016 2014	BSH Hausgeräte GmbH	27, 46	– 1.247	– 6.380	– 15.987
– 67	2016 2014	HP-Gruppe Deutschland <sup>E, d, 11</sup>	26, 77, 62, 95	208 1.076	2.703 6.484	976 10.218
– 79	2016 2014	Signal-Iduna-Gruppe	65	692 906	5.360 5.500	9.965 11.244
– 83	2016 2014	TOTAL-Gruppe Deutschland <sup>12</sup>	19, 46	706 884*	9.360 12.714	2.005 3.572
– 88	2016 2014	H & M Hennes & Mauritz- Gruppe Deutschland <sup>e</sup>	47	759* 866*	3.304 3.233	14.261 14.050

Rang	Jahr	Unternehmen <sup>1</sup>	Wirtschafts- zweig <sup>2</sup>	in Mio. EUR		
				Wertschöp- fung <sup>3</sup>	Geschäftsvolu- men <sup>4</sup>	Beschäftig- te
–	2016	Voith GmbH <sup>c</sup>	28	418*	519	7.363
89	2014			862*	1.078	14.434
–	2016	Bilfinger SE	41, 42,	296	1.000	8.961
93	2014		43, 68	844	2.751	24.408
–	2016	Kühne + Nagel-Gruppe	52	728	3.207	13.659
100	2014	Deutschland		782	3.219	13.689

<sup>1</sup> Zusätzlich zu den 100 größten Unternehmen im Berichtsjahr 2016 werden am Tabellenende auch diejenigen Unternehmen aufgeführt, die im Berichtsjahr 2014 noch unter den 100 größten Unternehmen waren, im Berichtsjahr 2016 jedoch nicht weiter zu diesem Kreis zählen. Es werden die Daten des den 30. Juni 2016 einschließenden Geschäftsjahres für die Erhebung zugrunde gelegt. Falls das Geschäftsjahr nicht mit dem Kalenderjahr übereinstimmt, wird der Bilanzstichtag durch einen entsprechenden Verweis angezeigt:

a) 30.06.2016    b) 31.08.2016    c) 30.09.2016    d) 31.10.2016    e) 30.11.2016    f) 28.02.2017    g) 31.05.2017

Mit <sup>5</sup> gekennzeichnete Angaben beziehen sich auf den Summenabschluss und <sup>E</sup> steht für den Einzelabschluss.

<sup>2</sup> Statistisches Bundesamt, Klassifikation der Wirtschaftszweige, Ausgabe 2008 (WZ 2008). Es werden jeweils nur die Wirtschaftszweige auf der Gliederungsebene der 88 Abteilungen angeführt, die einen erheblichen Anteil an den Unternehmensumsätzen haben.

<sup>3</sup> Wenn nicht anders vermerkt, Wertschöpfung der konsolidierten inländischen Konzerngesellschaft. Sofern eine Zahlenangabe mit einem \* versehen ist, bedeutet dies, dass die Wertschöpfung des Unternehmens in dem betreffenden Jahr geschätzt werden musste. Die für die entsprechenden Fälle herangezogenen Schätzmethoden werden detailliert in den Anlagen zu diesem Gutachten dargestellt.

<sup>4</sup> Bei Kreditinstituten wird die Bilanzsumme, bei Versicherungsunternehmen werden die Beitragseinnahmen und bei Nicht-Finanzinstituten die Umsatzerlöse angegeben. Ist eine Angabe mit einem \* versehen, so handelt es sich um einen Schätzwert. Die Größe umfasst die konsolidierten Umsätze der inländischen Konzerngesellschaft inklusive der Umsätze mit ausländischen verbundenen Unternehmen.

<sup>5</sup> 2014: ThyssenKrupp AG

<sup>6</sup> 2014: Metro AG

<sup>7</sup> 2014: E. Merck KG

<sup>8</sup> 2014: ProSiebenSat.1 Media AG

<sup>9</sup> 2014: Mahle GmbH

<sup>10</sup> 2014: Energie Baden-Württemberg AG

<sup>11</sup> 2014: Hewlett-Packard-Gruppe Deutschland

<sup>12</sup> 2014: Total-Gruppe Deutschland

<sup>13</sup> Gegenüber dem XXI. Hauptgutachten aktualisierter Wert. Auf eine Anpassung der Schätzung der inländischen Wertschöpfung wurde verzichtet.

Quelle: eigene Erhebungen.

**296.** Gegenüber dem Berichtsjahr 2014 hat sich der Kreis der 100 größten Unternehmen in Deutschland im Berichtsjahr 2016 verändert. Die inländische Wertschöpfung von Unternehmen kann sich aufgrund von externen oder internen Wachstums- bzw. Schrumpfungsprozessen bei den betroffenen Unternehmen verändern. Externe Wachstums- bzw. Schrumpfungsprozesse beruhen auf einer Veränderung des Konsolidierungskreises durch Kauf bzw. Verkauf von Konzerngesellschaften. Interne Wachstums- bzw. Schrumpfungsprozesse resultieren dagegen beispielsweise aus Produktivitätsveränderungen, einer veränderten Produktstrategie oder einer Verlagerung von Produktionsprozessen in ausländische Konzerngesellschaften oder zu unverbundenen Lieferanten.

**297.** 13 Unternehmen, die im Berichtsjahr 2014 noch unter den „100 Größten“ waren, zählen im Berichtsjahr 2016 nicht weiter zu diesem Kreis (Rang 2014 in Klammern). Es handelt sich um die RWE AG (11), die Continental AG (18), E.ON SE (22), die Vattenfall-Gruppe Deutschland (42), die EnBW Energie Baden-Württemberg AG (48), die BSH Hausgeräte GmbH (59), die HP-Gruppe Deutschland (67), die Signal-Iduna Gruppe (79), die TOTAL-Gruppe

Deutschland (83), die H & M Hennes & Mauritz-Gruppe Deutschland (88), die Voith GmbH (89), Bilfinger SE (93) und die Kühne + Nagel-Gruppe Deutschland (100).

**298.** Der Austritt der BSH Hausgeräte GmbH ist darauf zurückzuführen, dass das Unternehmen, das ursprünglich ein Gemeinschaftsunternehmen der Robert Bosch GmbH und der Siemens AG war, seit dem Jahr 2015 ein Tochterunternehmen der Robert Bosch GmbH ist. Die Continental AG wird im Berichtsjahr 2016 erstmalig als Teilkonzern der INA-Holding Schaeffler GmbH & Co. KG betrachtet und daher nicht weiter gesondert aufgeführt.<sup>32</sup> Weiterhin fallen vor allem die Austritte der großen deutschen Energieversorger auf. Bei diesen Unternehmen kommt es infolge der Energiewende zu erheblichen Umstrukturierungsprozessen.<sup>33</sup> So lagerte RWE die Geschäftsbereiche Vertrieb und Netze sowie die Erzeugung aus erneuerbaren Energien in sein Tochterunternehmen Innogy aus. E.ON verlagerte dagegen seine gesamte konventionelle Erzeugung, ausschließlich des Kernkraftwerksbetriebs, in die eigens zu diesem Zweck gegründete Gesellschaft Uniper.<sup>34</sup> Die im Rahmen der Umstrukturierungsprozesse erfolgten Wertberichtigungen auf die konventionellen Erzeugungskapazitäten wirkten sich negativ auf die operativen Ergebnisse und damit auch auf die Wertschöpfung dieser Unternehmen aus. Von den „großen vier“ Energieversorgungsunternehmen gehört im Berichtsjahr 2016 keines mehr zum Kreis der 100 größten Unternehmen in Deutschland, nachdem diese Unternehmen seit dem Berichtsjahr 2002 ununterbrochen unter den „100 Größten“ waren.

**299.** Neu im Kreis der größten Unternehmen sind Vonovia SE (19), die BP-Gruppe Deutschland (44), die Adecco-Gruppe Deutschland (48), die AXA-Gruppe Deutschland (61), die INGKA-Gruppe Deutschland (68), die Vivantes – Netzwerk für Gesundheit GmbH (78), die MAHLE GmbH (79), die Shell-Gruppe Deutschland (84), die Lyondell-Basell-Gruppe Deutschland (90), die VINCI-Gruppe Deutschland (91), die United Internet AG (93), die Philip Morris International-Gruppe Deutschland (95) und die Charité Universitätsmedizin Berlin KÖR (99).

**300.** Für einige Unternehmen konnte der Grund für den Eintritt ermittelt werden. So ist Vonovia SE im Jahr 2015 durch einen Zusammenschluss der Deutschen Annington und der GAGFAH entstanden. Es handelte sich somit um einen externen Wachstumsprozess, der zum Neueintritt dieses Unternehmens in den Kreis der „100 Größten“ führte. Mit der AXA-Gruppe Deutschland, der BP-Gruppe Deutschland und der Shell-Gruppe Deutschland sind drei Unternehmen wieder unter den „100 Größten“, die erst im vergangenen Berichtsjahr 2014 aus diesem Kreis ausgeschieden waren. Die beiden Mineralölkonzerne waren zwischenzeitlich ausgeschieden, nachdem der Rohölpreis und damit auch die Umsatzerlöse dieser Unternehmen Mitte des Jahres 2014 stark eingebrochen waren.<sup>35</sup> Weiterhin fällt der Eintritt zweier Unternehmen aus dem Gesundheitswesen auf. Sowohl die Vivantes – Netzwerk für Gesundheit GmbH als auch die Charité Universitätsmedizin Berlin KÖR sind im Berichtsjahr 2016 in den Kreis der „100 Größten“ eingetreten. Mit der Asklepios Kliniken GmbH, der Sana Kliniken AG und der Rhön-Klinikum AG sind nun fünf Unternehmen aus dem Gesundheitswesen unter den „100 Größten“. Im Berichtsjahr 2002 war noch keines dieser Unternehmen in diesem Kreis vertreten.

**301.** Langfristig geringe Veränderungen bei der Zusammensetzung des Kreises der „100 Größten“ können darauf hindeuten, dass sich eine starke wirtschaftliche Position im Zeitverlauf verfestigt. Abbildung II.1 gibt einen Überblick über die Anwesenheit der 100 größten Unternehmen des Berichtsjahres 2016 im Kreis der „100 Größten“ über den Zeitraum seit dem Berichtsjahr 1978. Insgesamt waren von den 100 größten Unternehmen des Berichtsjahres 2016 32 Unternehmen bereits im Berichtsjahr 1978 unter den „100 Größten“. Die Persistenz nimmt mit der Größe des Unternehmens zu. Von den 25 größten Unternehmen des Berichtsjahres 2016 waren 13 Unternehmen

<sup>32</sup> Die gemeinsame Erfassung der Continental AG und der INA-Holding Schaeffler GmbH & Co. KG wird vorgenommen, weil die INA-Holding Schaeffler GmbH & Co. KG seit dem Berichtsjahr 2016 einen die Continental AG einschließenden Konzernabschluss aufstellt.

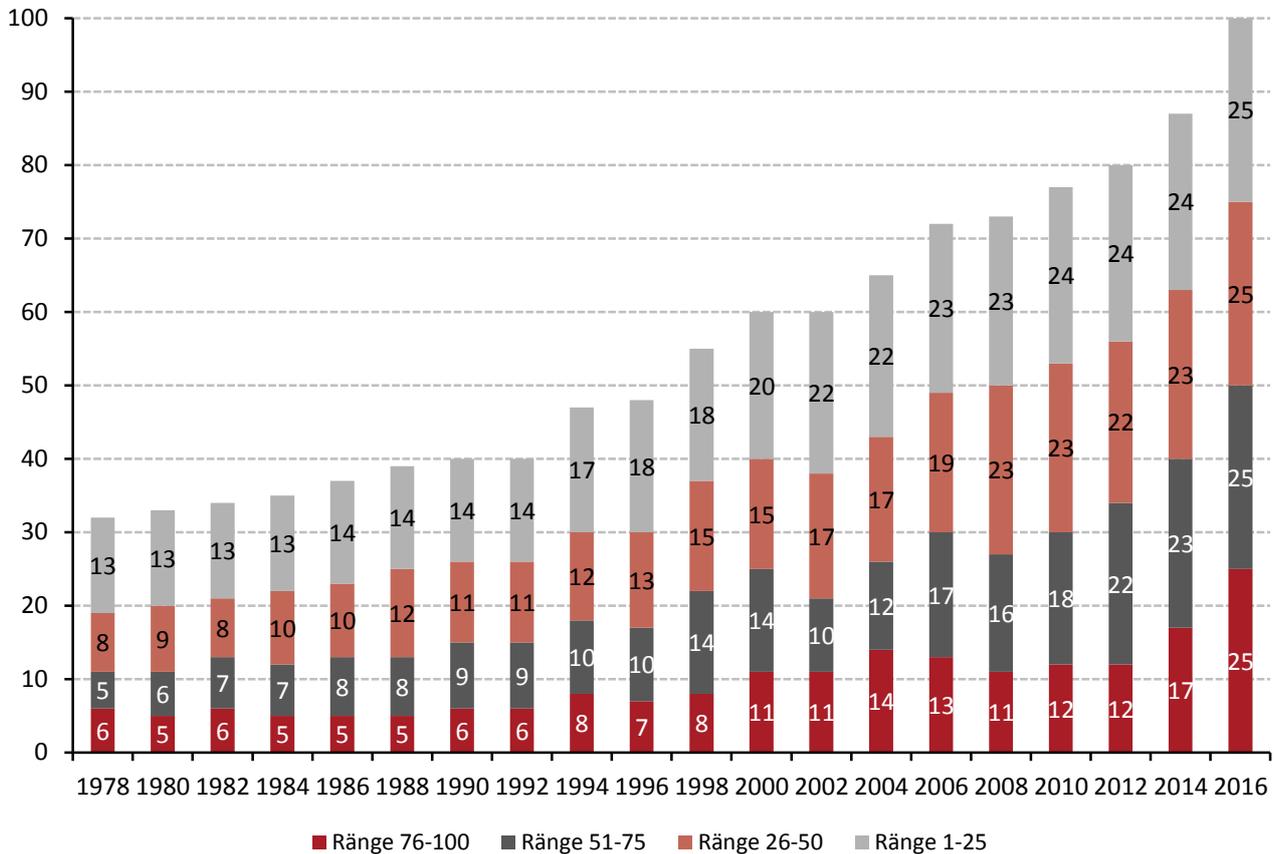
<sup>33</sup> Als weiterer Aspekt in Bezug auf die zu beobachtenden Umstrukturierungsprozesse wird auch die Liberalisierung des Energiemarkts in Form des regulierten Netzzugangs und der Entflechtung der Netzbereiche angeführt (vgl. Bettzüge, Marc O., Die Auflösung des integrierten EVU, energate messenger (26.03.2018).

<sup>34</sup> Monopolkommission, 77. Sondergutachten, Energie 2017: Gezielt vorgehen, Stückwerk vermeiden, Baden-Baden 2017, Tz. 91.

<sup>35</sup> Monopolkommission, XXI. Hauptgutachten, Wettbewerb 2016, Baden-Baden 2016, Tz. 523.

bereits im Jahr 1978 unter den „100 Größten“. Das entspricht einem Anteil von 52 Prozent. Dagegen waren lediglich 8 derjenigen Unternehmen bereits im Jahr 1978 unter den „100 Größten“, die im Berichtsjahr 2016 auf den Rängen 26 bis 50 rangierten. Das entspricht einem Anteil von 32 Prozent.

**Abbildung II.1: Anzahl der Unternehmen, die 2016 zu den „100 Größten“ zählen und die im entsprechenden Jahr bereits unter den „100 Größten“ waren**



Quelle: eigene Erhebungen

## 2.2.2 Die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der „100 Größten“

**302.** Im vorliegenden Abschnitt werden die „100 Größten“ hinsichtlich ihrer Bedeutung für die Gesamtwirtschaft untersucht. Dies geschieht insbesondere durch eine Betrachtung des Anteils der „100 Größten“ an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung sowie eine Gegenüberstellung der Beschäftigten bei den „100 Größten“ und den Beschäftigten aller Unternehmen in Deutschland. Abschließend wird auf die Bedeutung einzelner Branchen innerhalb der „100 Größten“ eingegangen.

### Anteil an der Wertschöpfung

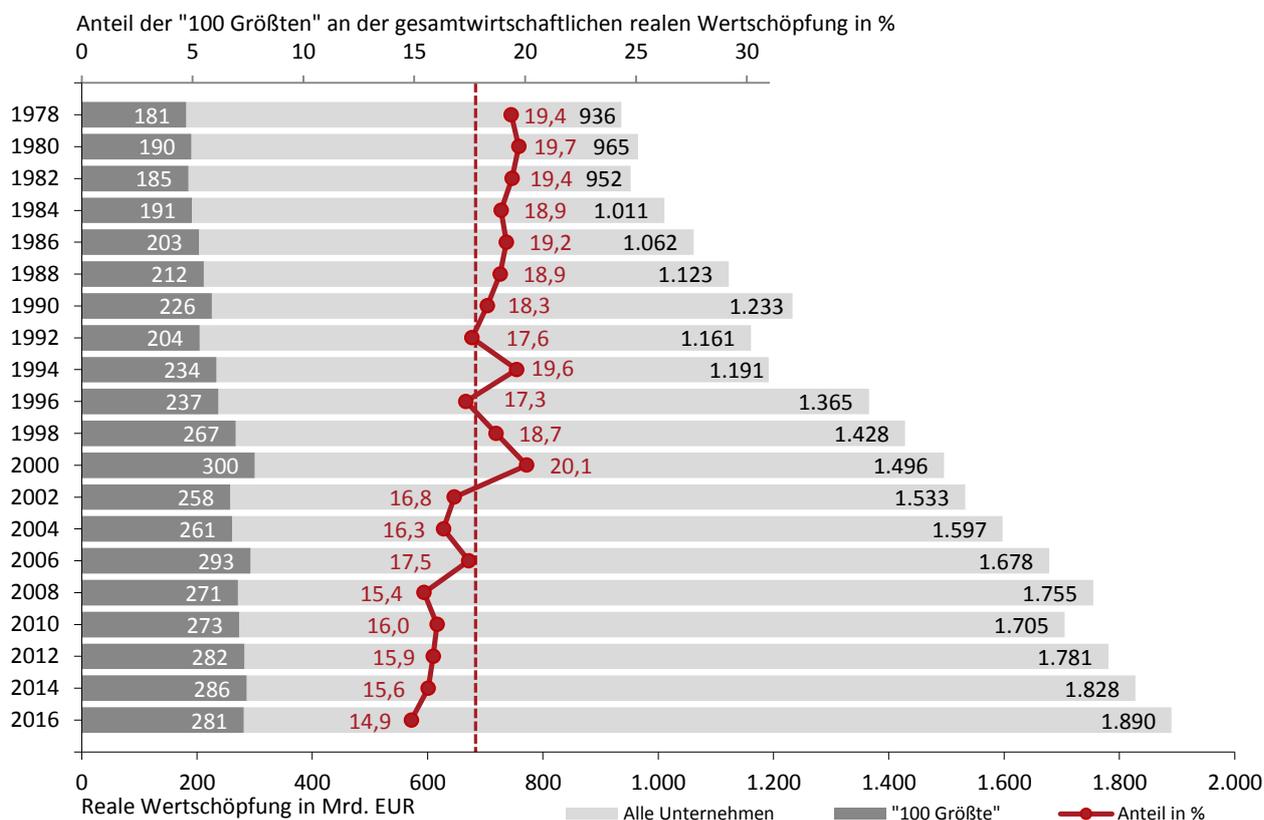
**303.** Für die Gegenüberstellung der Wertschöpfung der 100 größten Unternehmen in Deutschland und der Wertschöpfung der Gesamtwirtschaft werden im vorliegenden Bericht preisbereinigte Größen verwendet.<sup>36</sup> Abbildung II.2 zeigt die Entwicklung der realen Wertschöpfung aller Unternehmen in Deutschland sowie der inländischen

<sup>36</sup> Sowohl die Summe der Wertschöpfung der 100 größten Unternehmen in Deutschland als auch die gesamtwirtschaftliche Vergleichsgröße wurden mit Hilfe des impliziten Preisindex der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung deflationiert (Vorjahrespreisbasis, Referenzjahr: 2010; Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage von Daten des Statistischen Bundesamtes, Fachserie 18 Reihe 1.5, S. 53, Rechenstand August 2017).

realen Wertschöpfung der „100 Größten“ seit dem Berichtsjahr 1978. Die reale Wertschöpfung aller Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland ist gegenüber dem Berichtsjahr 2014 um 3,4 Prozent gestiegen und lag im Berichtsjahr 2016 bei EUR 1.890 Mrd.<sup>37</sup> Im gleichen Zeitraum ist die inländische reale Wertschöpfung der 100 größten Unternehmen in Deutschland um 1,6 Prozent auf EUR 281 Mrd. gesunken.<sup>38</sup> Zwar haben die „100 Größten“ ihre Wertschöpfung nominal von EUR 304 Mrd. auf EUR 311 Mrd. ausgedehnt. Dieser Anstieg um 2,0 Prozent wird jedoch durch die Preisentwicklung aufgehoben.

**304.** Abbildung II.2 zeigt die Entwicklung des Anteils der „100 Größten“ an der gesamtwirtschaftlichen realen Wertschöpfung seit dem Berichtsjahr 1978. Im Berichtsjahr 2016 lag der Anteil der „100 Größten“ an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung bei 14,9 Prozent. Gegenüber dem Berichtsjahr 2014 sank der Anteil mit 0,7 Prozentpunkten damit vergleichsweise deutlich. Auch im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt ist der Anteil der „100 Größten“ an der gesamtwirtschaftlichen Vergleichsgröße im Berichtsjahr 2016 relativ gering. Über alle Berichtsjahre hinweg lag der Anteil im Durchschnitt bei 17,8 Prozent. Werden ausschließlich die vergangenen zehn Berichtsjahre betrachtet, liegt der Anteil der „100 Größten“ nur noch bei durchschnittlich 15,6 Prozent. Der Wert für das Berichtsjahr 2016 unterschreitet auch diesen Wert um 0,7 Prozentpunkte.

**Abbildung II.2: Entwicklung der Wertschöpfung im Zeitraum 1978 bis 2016**



Anm.: Gesamtwirtschaftliche Vergleichsgröße ist bis 2002 die preisbereinigte Nettowertschöpfung, ab 2004 die preisbereinigte Bruttowertschöpfung ohne Staatssektor, private Organisationen ohne Erwerbszweck und zusätzlich ohne Grundstücks- und Wohnungswesen. Die Deflationierung erfolgte mithilfe des impliziten Preisindex der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung (Vorjahrespreisbasis, Referenzjahr: 2010; Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage von Daten des Statistischen Bundesamtes, Fachserie 18 Reihe 1.5, S. 53, Rechenstand August 2017). Detaillierte Angaben zu den abgebildeten Größen sind in den Anlagen zu diesem Gutachten veröffentlicht.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage eigener Erhebungen sowie von Daten des Statistischen Bundesamtes

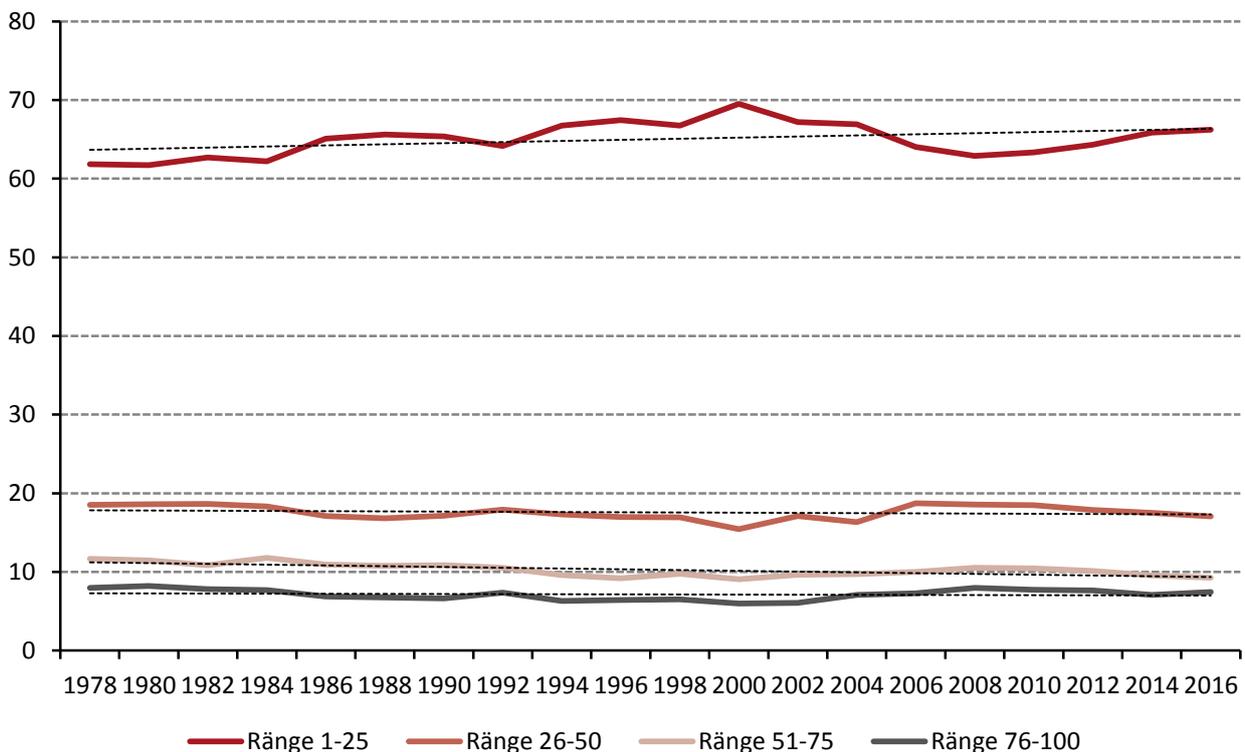
<sup>37</sup> Abbildung II.2 sowie Tabelle A.1, Quelle: Statistisches Bundesamt, Wiesbaden.

<sup>38</sup> Abbildung II.2 sowie Tabelle A.1, Quelle: eigene Erhebungen.

**305.** Die beschriebene Entwicklung des Anteils der „100 Größten“ an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung zeigt somit eine aus wettbewerbs- und gesellschaftspolitischer Sicht als positiv zu beurteilende Abnahme der aggregierten Unternehmenskonzentration. Allerdings kann die Gesamtbetrachtung der größten 100 Unternehmen zu falschen Schlussfolgerungen führen. Dies wäre dann der Fall, wenn die zunehmende Konzentration der wirtschaftlichen Aktivität in der Spitzengruppe durch gegenläufige Entwicklungen bei weiteren Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ ausgeglichen oder sogar überkompensiert würde. Abbildung II.3 zeigt daher den Anteil der Ränge an der Wertschöpfung der „100 Größten“. Für diese Darstellung wurden die „100 Größten“ nach ihrem Rang innerhalb der „100 Größten“ in Gruppen von jeweils 25 Unternehmen unterteilt.

**306.** Seit dem Berichtsjahr 1978 erwirtschaften die 25 größten Unternehmen regelmäßig mehr als 60 Prozent der Wertschöpfung der „100 Größten“. Der Durchschnitt liegt über alle Berichtsjahre hinweg bei 65 Prozent. Im Berichtsjahr 2016 liegt der Anteil bei 66,2 Prozent und damit 1,2 Prozentpunkte höher als im langfristigen Durchschnitt. Werden nur die vergangenen zehn Berichtsjahre betrachtet, liegt dieser Wert sogar 1,7 Prozentpunkte oberhalb des Durchschnitts von 64,5 Prozent. Insgesamt ist seit Beginn der Berichterstattung ein leicht ansteigender Trend zu beobachten, während der Anteil der unteren Ränge tendenziell rückläufig ist. Wird die Wertschöpfung der 25 größten Unternehmen allerdings der Wertschöpfung aller Unternehmen gegenübergestellt, wie in Abbildung II.2 für die 100 größten Unternehmen geschehen, ist auch für diese Spitzengruppe kein Anstieg des Anteils an der Wertschöpfung zu beobachten. Vielmehr ergibt sich hier ebenfalls ein rückläufiger Trend. Die 25 größten Unternehmen bündeln somit relativ zum Bezugsjahr 1978 keinen größeren Anteil der Wirtschaftsleistung in Deutschland auf sich, lediglich einen größeren Anteil an der inländischen Wertschöpfung der „100 Größten“.

**Abbildung II.3: Anteil der Ränge an der Wertschöpfung der „100 Größten“**

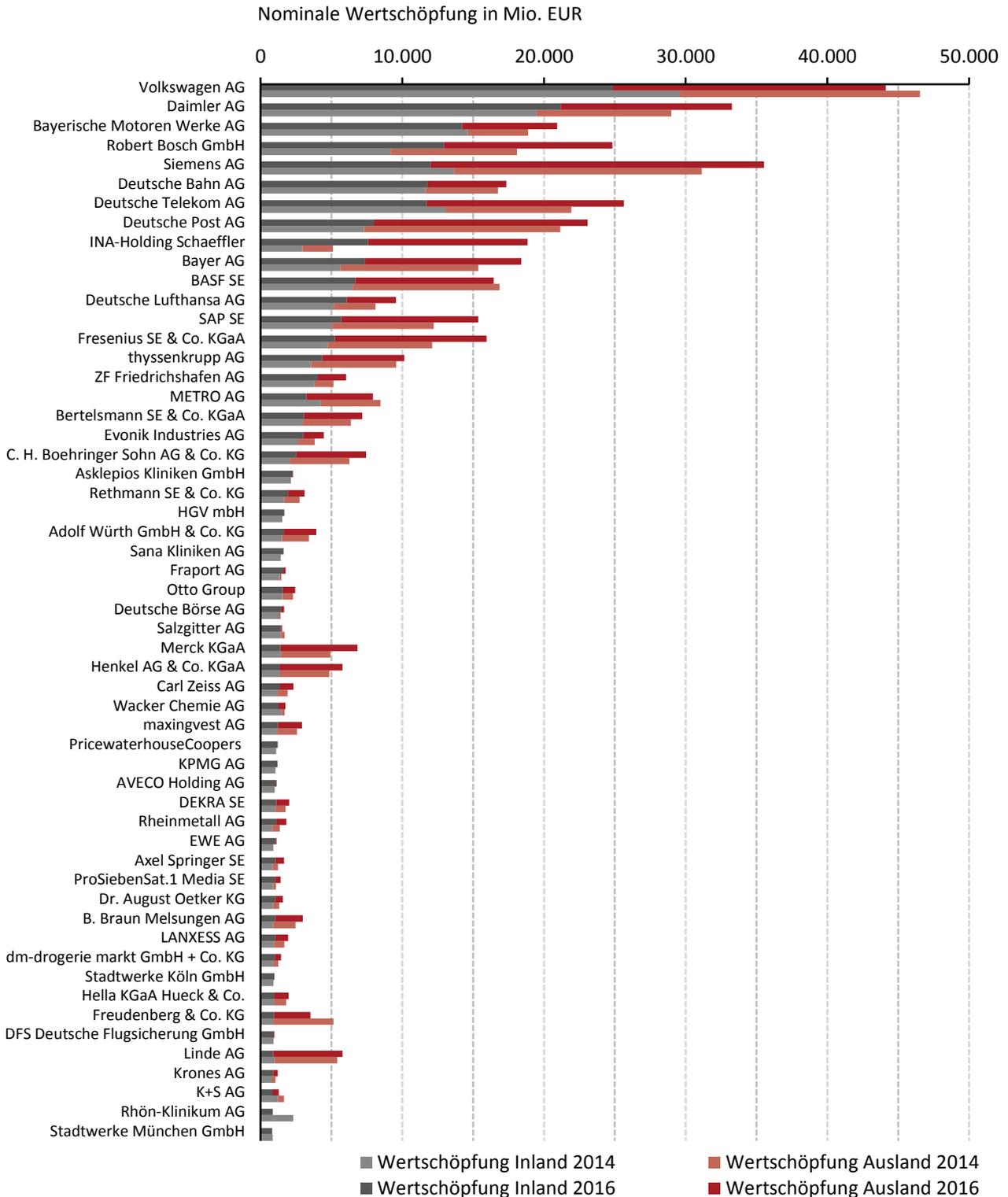


Quelle: eigene Erhebungen

**307.** Die inländische Wertschöpfung der „100 Größten“ bildet häufig nur einen Teil der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit eines Unternehmens ab. Aufgrund der Internationalisierung von Produktions- und Beschaffungsprozessen wird mitunter ein Teil der gesamten Wertschöpfung eines Unternehmens durch Konzernbereiche im Ausland erwirtschaftet. Um beurteilen zu können, welches wirtschaftliche Gewicht den in Deutschland ansässigen Kon-

zerngesellschaften für den gesamten Konzern zukommt, wird in Abbildung II.4 für einige Unternehmen die inländische Wertschöpfung der weltweiten Wertschöpfung gegenübergestellt. Ausgewählt wurden die Unternehmen aus den Wirtschaftsbereichen Industrie, Handel und Verkehr und Dienstleistungen mit einer Konzernobergesellschaft im Inland, die in den Berichtsjahren 2014 und 2016 zu den „100 Größten“ zählten.

**Abbildung II.4: Die inländische und die ausländische Wertschöpfung der größten Unternehmen 2014 und 2016**



Quelle: eigene Erhebungen sowie veröffentlichte Geschäftsberichte

**308.** Es wurden 55 Unternehmen aus den Wirtschaftsbereichen Industrie, Handel und Verkehr und Dienstleistungen identifiziert, die ihre Konzernobergesellschaft im Inland haben und sich in den Berichtsjahren 2014 und 2016 unter den „100 Größten“ befanden.<sup>39</sup> Diese Unternehmen erhöhten im Vergleich zum Berichtsjahr 2014 ihre Wertschöpfung im Inland um 4,2 Prozent. Die gesamte Wertschöpfung dieser Unternehmen stieg im selben Zeitraum um 14,6 Prozent. Lediglich 9 Unternehmen erhöhten den Anteil der inländischen Wertschöpfung an ihrer gesamten Wertschöpfung, in 39 Fällen wurde der Inlandsanteil reduziert.<sup>40</sup> Allerdings war der Rückgang des Inlandsanteils lediglich in 7 Fällen mit einem Rückgang der inländischen Wertschöpfung bei gleichzeitiger Erhöhung der gesamten Wertschöpfung verbunden. In der überwiegenden Zahl der Fälle erhöhten die betrachteten Großunternehmen ihre gesamte Wertschöpfung somit nicht zulasten der inländischen Gesellschaften. Dennoch sank der durchschnittliche Inlandsanteil der betrachteten Großunternehmen im Vergleich zur Vorperiode um 3,4 Prozentpunkte auf 54,2 Prozent.

### Anteil an der Beschäftigung

**309.** Die Anzahl der Beschäftigten der inländischen Konzernbereiche konnte für alle Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ ermittelt werden. 60 der Unternehmen erhöhten die Anzahl der im Inland Beschäftigten gegenüber dem Berichtsjahr 2014, während bei 36 Unternehmen die Mitarbeiterzahl im Inland zurückging. Die „100 Größten“ beschäftigten im Berichtsjahr 2016 in Deutschland insgesamt 3,71 Mio. Mitarbeiter und erhöhten somit die Anzahl der Beschäftigten im Inland um etwa 50.000 Mitarbeiter gegenüber dem Jahr 2014. Tabelle II.2 zeigt diejenigen zehn Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“, die im Berichtsjahr 2016 die meisten Mitarbeiter in Deutschland beschäftigten. Mit insgesamt etwa 1,8 Mio. Beschäftigten im Inland beträgt ihr Anteil an allen im Inland Beschäftigten der „100 Größten“ 49,4 Prozent. Gegenüber dem Berichtsjahr 2014 entspricht dies einem Anstieg um 2,6 Prozentpunkte (2014: 46,8 Prozent).

**Tabelle II.2: Die nach Beschäftigten zehn größten Unternehmen 2016**

Rang nach Beschäftigten	Rang nach Wertschöpfung	Unternehmen	Beschäftigte Inland	Beschäftigte Welt	Inlandsanteil (%)
1	23	EDEKA-Gruppe	352.000	352.000	100,0
2	1	Volkswagen AG	281.518	601.443	46,8
3	6	Deutsche Bahn AG	187.395	306.368	61,2
4	8	Deutsche Post AG	174.537	459.262	38,0
5	2	Daimler AG	170.034	282.488	60,2
6	13	REWE-Gruppe	161.067	213.761	75,3
7	16	Schwarz-Gruppe	156.000	375.000	41,6
8	4	Robert Bosch GmbH	133.974	389.000	34,4
9	5	Siemens AG	113.000	351.000	32,2
10	7	Deutsche Telekom AG	104.662	218.341	47,9
Insgesamt			1.834.187	3.548.663	53,8

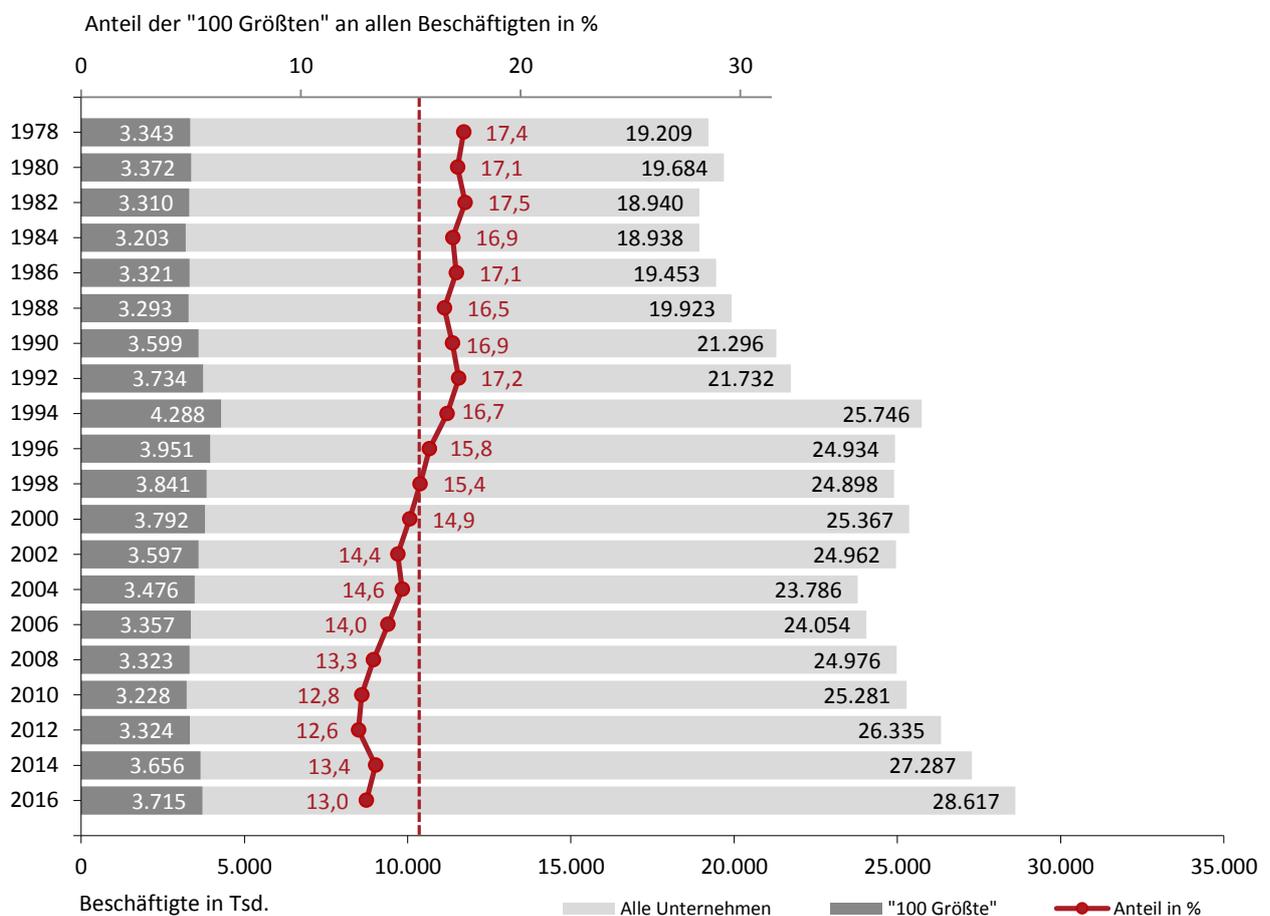
Quelle: eigene Erhebungen sowie veröffentlichte Geschäftsberichte

<sup>39</sup> Mit der Miele & Cie. KG würden sich 56 Unternehmen ergeben. Da die Miele & Cie. KG nicht alle zur Berechnung der Wertschöpfung notwendigen Daten veröffentlicht, wurde das Unternehmen an dieser Stelle ausgeklammert.

<sup>40</sup> Bei der AVECO Holding AG und der DFS Deutsche Flugsicherung GmbH ist der Rückgang des Anteils der Wertschöpfung im Inland an der gesamten Wertschöpfung erhebungstechnisch bedingt, da im Berichtsjahr 2014 aufgrund der untergeordneten Bedeutung der Geschäftstätigkeit im Ausland auf eine genaue Erfassung der inländischen Wertschöpfung verzichtet wurde.

**310.** Da in der Regel ein wesentlicher Teil der Wertschöpfung auf den Personalaufwand entfällt, welcher wiederum in hohem Maße von der Zahl der Beschäftigten bestimmt wird, steht die Zahl der Beschäftigten der „100 Größten“ im Inland in einem engen Zusammenhang mit der inländischen Wertschöpfung dieser Unternehmen. Für das Berichtsjahr 2016 beträgt der Korrelationskoeffizient 0,73. Der Korrelationskoeffizient misst den linearen Zusammenhang zwischen zwei Größen. Er kann einen Wert zwischen  $-1$  und  $1$  annehmen, wobei bei einem Wert von  $0$  kein linearer Zusammenhang besteht. Ein Wert von  $0,73$  zeigt somit einen relativ deutlichen positiven linearen Zusammenhang zwischen der Zahl der Beschäftigten und der Wertschöpfung an. Entsprechend entwickelt sich der Anteil der bei den „100 Größten“ im Inland Beschäftigten an den Beschäftigten aller Unternehmen in Deutschland, wie die folgende Abbildung zeigt, ähnlich wie der Anteil der „100 Größten“ an der inländischen Wertschöpfung aller Unternehmen.

**Abbildung II.5: Entwicklung der Beschäftigung im Zeitraum 1978 bis 2016**



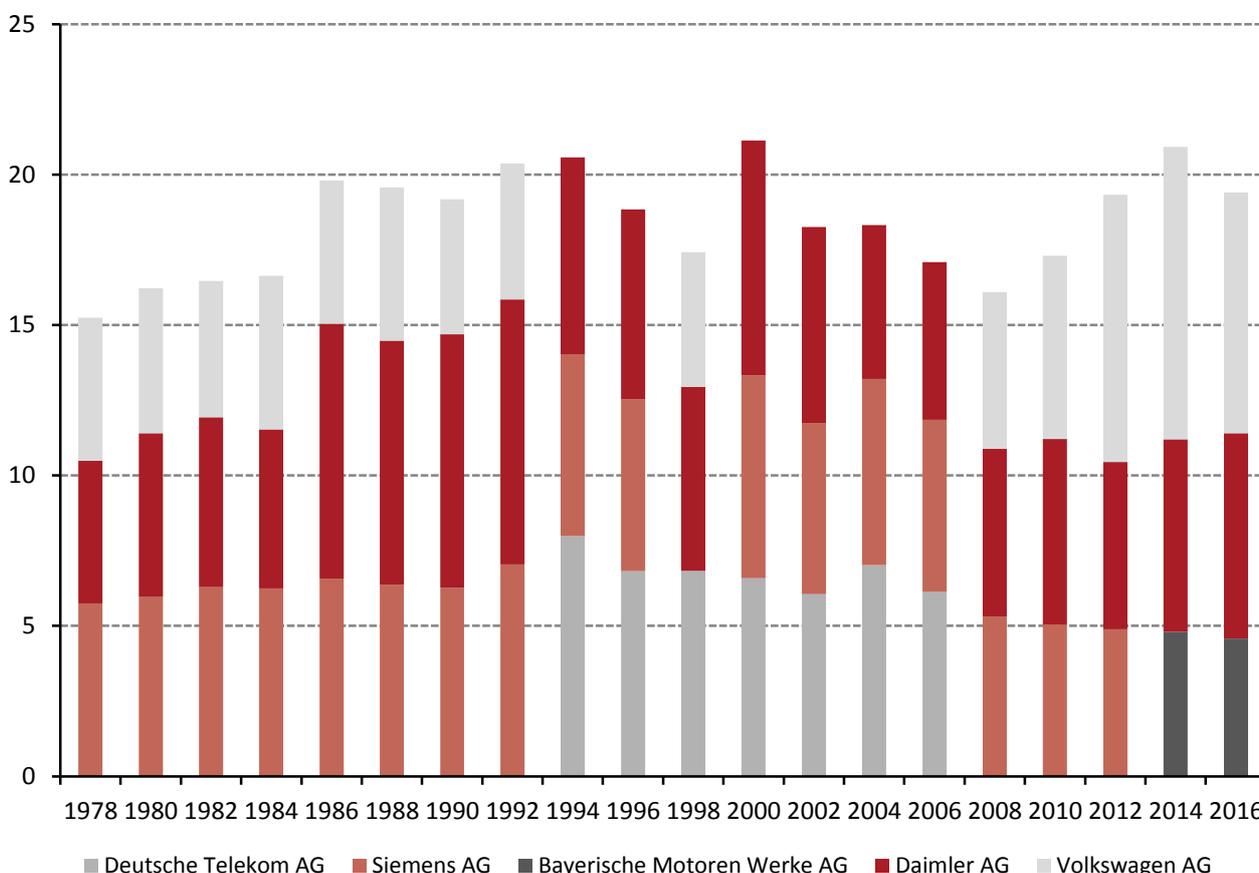
Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage eigener Erhebungen sowie von Auswertungen des Statistischen Bundesamtes aus der Beschäftigungsstatistik der Bundesagentur für Arbeit

**311.** Abbildung II.5 stellt die Anzahl der Beschäftigten der „100 Größten“ sowie die Gesamtzahl aller von Unternehmen in Deutschland sozialversicherungspflichtig Beschäftigten im Zeitraum von 1978 bis 2016 dar. Gegenüber dem Berichtsjahr 2014 erhöhte sich die Zahl der Beschäftigten aller Unternehmen um 4,9 Prozent auf 28,6 Mio. (2014: 27,3 Mio.). Der Anstieg der Beschäftigtenzahl bei den „100 Größten“ fiel mit 1,6 Prozent geringer aus, so dass auch der Anteil der „100 Größten“ an der gesamtwirtschaftlichen Bezugsgröße um 0,4 Prozentpunkte auf 13 Prozent sank. Über den gesamten Zeitraum seit dem Berichtsjahr 1978 liegt der durchschnittliche Anteil der „100 Größten“ bei 15,4 Prozent. Der für das Berichtsjahr 2016 erfasste Anteil liegt somit 2,4 Prozentpunkte unterhalb dieses langfristigen Durchschnitts.

**Die Bedeutung einzelner Branchen**

**312.** Unternehmen unterschiedlicher Branchen beeinflussen die inländische Wertschöpfung der „100 Größten“ in unterschiedlichem Ausmaß. Beispielsweise generierten die großen deutschen Automobilkonzerne in den Berichtsjahren 2014 und 2016 etwa jeweils 20 Prozent der Wertschöpfung der „100 Größten“ (2014: 20,9 Prozent; 2016: 19,4 Prozent). Auch die Betrachtung des Zeitraums seit dem Berichtsjahr 1978 zeigt die große wirtschaftliche Bedeutung der Automobilbranche (vgl. Abbildung II.6). In allen Berichtsjahren war das größte Unternehmen ein Automobilkonzern.<sup>41</sup> Ähnliches gilt für die Betrachtung dieser Unternehmen nach ihrer Zugehörigkeit zu den Branchen produzierendes Gewerbe, Handel, Verkehr und Dienstleistungen, Kreditgewerbe und Versicherungsgewerbe. Unter den drei größten Unternehmen in Deutschland war mit der Deutschen Telekom AG in den Jahren 1994 bis 2006 lediglich ein Unternehmen, welches der Branche Verkehr und Dienstleistungen zuzuordnen war.

**Abbildung II.6: Anteil der Top-3-Unternehmen an der Wertschöpfung der „100 Größten“**



Quelle: eigene Erhebungen

**313.** Das produzierende Gewerbe generiert einen Großteil der Wertschöpfung der „100 Größten“. Tabelle II.3 gibt einen Überblick über die Bedeutung der Wirtschaftsbereiche in den Berichtsjahren 2014 und 2016. In den Berichtsjahren 2014 und 2016 waren der Handel mit jeweils 9 Unternehmen, das Kreditgewerbe mit jeweils 8 Unternehmen und das Versicherungsgewerbe mit jeweils 6 Unternehmen im Kreis der „100 Größten“ vertreten. Aus dem Wirtschaftsbereich Verkehr und Dienstleistungen waren 2016 mit 25 Unternehmen 4 Unternehmen mehr vertreten als im Berichtsjahr 2014. Mit 52 Unternehmen ist die größte Zahl an Unternehmen jedoch weiterhin

<sup>41</sup> Die große Bedeutung der Automobilbranche für die deutsche Wirtschaft zeigt sich nicht nur in ihrer Bedeutung für die Wertschöpfung der „100 Größten“. Das Statistische Bundesamt meldete im September 2017 einen Wertschöpfungsanteil des Wirtschaftsbereichs „Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenteilen“ an der gesamten Wertschöpfung von 4,5 Prozent für das Jahr 2015 (Statistisches Bundesamt, Pressemitteilung vom 14. September 2017 – 326/17).

schwerpunktmäßig dem produzierenden Gewerbe zuzuordnen. Dieser Wirtschaftsbereich generiert im Berichtsjahr 2016 einen Anteil an der Wertschöpfung der „100 Größten“ in Höhe von 58,1 Prozent (2014: 61,3 Prozent).

**Tabelle II.3: Aufschlüsselung der 100 größten Unternehmen 2014 und 2016 nach Wirtschaftsbereichen**

Wirtschaftsbereich	Anzahl der Unternehmen		Anteil an der Wertschöpfung der „100 Größten“ (in %)		Durchschnittliche Wertschöpfung (in Mio. EUR)	
	2014	2016	2014	2016	2014	2016
Produzierendes Gewerbe	56	52	61,3	58,1	3.331	3.470
Verkehr und Dienstleistungen	21	25	21,0	23,6	3.040	2.935
Handel	9	9	8,1	8,3	2.738	2.849
Kreditgewerbe	8	8	6,4	6,4	2.445	2.494
Versicherungsgewerbe	6	6	3,3	3,6	1.654	1.856
Alle Unternehmen	100	100	100,0	100,0	3.045	3.106

Quelle: eigene Erhebungen

### 2.3 Anteilseigner und Kapitalverflechtungen der „100 Größten“

**314.** Die Analyse der Struktur der Anteilseigner sowie der Kapitalverflechtungen der „100 Größten“ soll Aufschluss über die Ziele dieser Großunternehmen geben. In der Regel ist davon auszugehen, dass es das Ziel eines Unternehmens bzw. seiner Anteilseigner ist, den Gewinn, d. h. das Jahresergebnis, zu maximieren. In das Jahresergebnis eines Unternehmens fließen über das sog. Beteiligungsergebnis allerdings auch Gewinne von Unternehmen ein, an denen ein Unternehmen über Minderheitsbeteiligungen beteiligt ist (Beteiligungsunternehmen). Die Anteilseigner dürften daher sowohl am Erfolg des eigenen Unternehmens als auch am Erfolg des Beteiligungsunternehmens interessiert sein.<sup>42</sup> Dies kann Anreize hervorrufen, sich hinsichtlich des Beteiligungsunternehmens weniger kompetitiv zu verhalten.<sup>43</sup> Insofern kann selbst bei Kapitalverflechtungen über Minderheitsanteile eine Gleichrichtung von Interessen bestehen, die bei der Beurteilung der aggregierten Konzentration zu berücksichtigen ist. Es gilt jedoch zu beachten, dass die betrachteten Großunternehmen zumeist auf mehreren Märkten tätig sind. Daher ist eine detaillierte Aussage zu den Wirkungen auf wettbewerblich relevanten Märkten auf der Grundlage dieser Analyse nicht möglich. Verflechtungen zwischen Großunternehmen, die eine Gleichrichtung von Interessen mit sich bringen, sind jedoch auch gesellschaftspolitisch von Bedeutung, da sie potenzielle Einflussmöglichkeiten auf gesamtwirtschaftliche und politische Entwicklungen verstärken können. Gleichwohl ist anzuerkennen, dass die erhöhten Möglichkeiten zur Steuerung und Kontrolle, die von Verflechtungen ausgehen, auch zu einer effizienteren Koordination ökonomischer Aktivität beitragen und somit effizienzsteigernde Wirkungen entfalten können.

**315.** Zur Ermittlung der Anteilseigner der „100 Größten“ und der Kapitalverflechtungen zwischen diesen Unternehmen wird seit dem XX. Hauptgutachten die in der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk berichtete Eigentümerstruktur zugrunde gelegt (Stand: Januar 2017).<sup>44</sup> Diese Angaben wurden mit Angaben zu Anteilseigner- bzw. Aktionärsstrukturen in veröffentlichten Geschäftsberichten abgeglichen und bei

<sup>42</sup> Aus Sicht des Beteiligungsunternehmens wurde daher ursprünglich von einem Unternehmen als unabhängiger Entscheidungseinheit gesprochen, wenn bei dem betrachteten Unternehmen kein anderes Großunternehmen eine Beteiligung hielt, die größer als 25 Prozent war (vgl. Monopolkommission, I. Hauptgutachten, Mehr Wettbewerb ist möglich, Baden-Baden 1976, Tz. 290).

<sup>43</sup> Reynolds, R. J./Snapp, B. R., The competitive effects of partial equity interest and joint ventures, *International Journal of Industrial Organization* 4, 1986, S. 141–153; Monopolkommission, XXI. Hauptgutachten, Wettbewerb 2016, Baden-Baden 2016, Kap. III.

<sup>44</sup> Berichtsjahr 2014: Dezember 2014. Für eine Beschreibung der Orbis-Unternehmensdatenbank vgl. Abschnitt 4 im Anhang zu diesem Kapitel.

Abweichungen ergänzt bzw. berichtigt. Die Verwendung der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ ermöglicht es, einem Anteilseigner auch dann kumulierte Kapitalanteile zuzuordnen, wenn diese Information nicht aus veröffentlichten Geschäftsberichten hervorgeht.

**316.** Kapitalgesellschaften müssen gemäß § 285 Nr. 11 HGB Anteile an anderen Unternehmen im Anhang zum Jahresabschluss aufführen, sofern diese mindestens 20 Prozent betragen. Handelt es sich um börsennotierte Kapitalgesellschaften, müssen bereits Beteiligungen ausgewiesen werden, bei denen 5 Prozent der Stimmrechte an einer großen Kapitalgesellschaft überschritten werden (§ 285 Nr. 11b HGB). Oftmals ist es aber auch möglich, Kapitalanteile von unter 5 Prozent dem entsprechenden Anteilseigner zuzuordnen. Erreicht, überschreitet oder unterschreitet ein Anteilseigner durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise 3 Prozent der Stimmrechte an einem Emittenten, hat er dies dem Emittenten und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 33 Abs. 1 WpHG unverzüglich mitzuteilen. Da Inlandsemittenten ihrerseits gemäß § 40 Abs. 1 WpHG dazu verpflichtet sind, diese Mitteilung zu veröffentlichen, können auch Kapitalanteile in dieser Höhe dem entsprechenden Anteilseigner zugeordnet werden.

**317.** Mithilfe der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ konnten darüber hinaus auch kumulierte Kapitalanteile, die ein Prozent überschreiten, dem entsprechenden Anteilseigner zugeordnet werden. Kapitalanteile von weniger als ein Prozent wurden im Rahmen der Untersuchung dem Streubesitz zugeordnet.<sup>45</sup> Zudem werden neben direkten auch indirekte Beteiligungen berücksichtigt. Bei indirekten Beteiligungen wurde eine Beteiligung dem Unternehmen am obersten Ende der Beteiligungskette zugerechnet, wenn dieses Unternehmen zwischengeschaltete Beteiligungsgesellschaften mehrheitlich kontrolliert. Ziel der Untersuchung der Kapitalverflechtungen ist es, abzubilden, inwiefern ein Anteilseigner die Möglichkeit hat, Einfluss auf die Steuerung des Beteiligungsunternehmens auszuüben. Aus diesem Grund beziehen sich die berichteten Kapitalanteile auf Stammaktien. Da Vorzugsaktien in der Regel stimmrechtslos sind und damit allenfalls einen geringen Einfluss auf die Unternehmenspolitik erlauben, bleiben diese unberücksichtigt.<sup>46</sup>

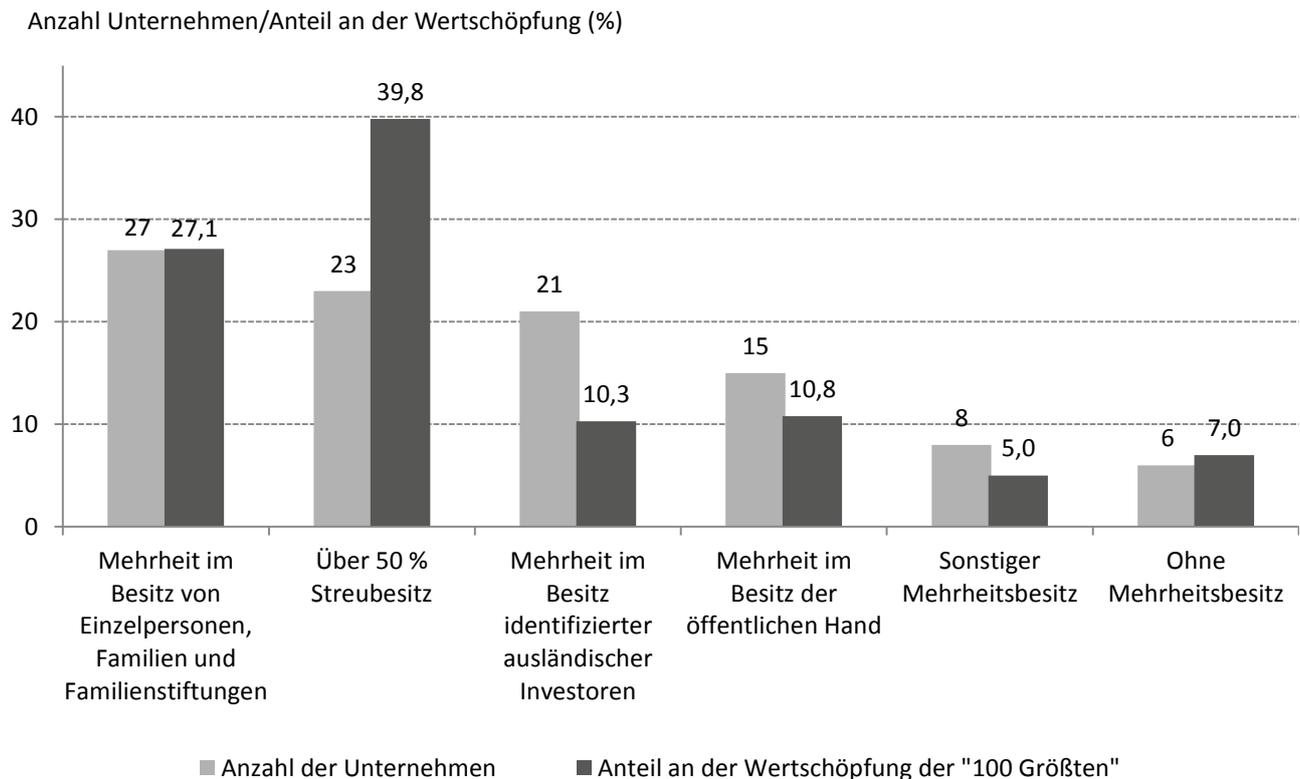
**318.** Die Struktur der Anteilseigner wird erfasst, indem identifizierbare Kapitalanteile von mehr als einem Prozent nach der Art des Anteilseigners kategorisiert werden. Dabei wird zugeordnet, ob die Kapitalanteile von Anteilseignern aus dem Kreis der „100 Größten“, ausländischen Investoren, der öffentlichen Hand oder Einzelpersonen bzw. Familien oder Familienstiftungen gehalten werden. Anteile von Unternehmen außerhalb des Kreises der „100 Größten“ und institutionelle Investoren mit Sitz im Inland sowie Kapitalanteile von Genossenschaften und nicht identifizierbare Beteiligungen werden in der Kategorie „Sonstige“ erfasst. Eine Zuordnung zu der Kategorie „identifizierbare ausländische Investoren“ erfolgt nur insoweit, als in den vorliegenden Datenquellen Beteiligungen ausländischer Investoren explizit ausgewiesen werden, die jeweils ein Prozent übersteigen.

**319.** Die Struktur der Anteilseigner der „100 Größten“ wird in Abbildung II.7 und Abbildung II.8 zusammengefasst.<sup>47</sup> Zu diesem Zweck wurde jedes Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ der Anteilseignerkategorie zugeordnet, in die zum Stichtag mindestens 50 Prozent der Anteile fielen. Abbildung II.7 zeigt neben der Anzahl der Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“, die der entsprechenden Kategorie zuzuordnen waren, auch den Anteil an der Wertschöpfung der „100 Größten“, der durch die entsprechenden Unternehmen erwirtschaftet wurde.

<sup>45</sup> Hier wird in der vorliegenden Untersuchung von der Definition der Deutschen Börse AG abgewichen, die kumulierte Kapitalanteile von weniger als 5 Prozent am Grundkapital einer Gesellschaft dem Streubesitz zurechnet.

<sup>46</sup> Da sich die vorliegende Untersuchung in Bezug auf die berichteten Anteilswerte auf die Datenbank „Orbis Europe All Companies“ stützt, in der wiederum Informationen aus verschiedenen Quellen zusammengetragen werden, ist nicht vollständig auszuschließen, dass die berichteten Anteile auch für Dritte gehaltene Anteile einschließen.

<sup>47</sup> Eine Übersicht über die Anteilseigner nach Gruppen für jedes Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ in den Berichtsjahren 2016 und 2014 wird im Anhang zu diesem Gutachten veröffentlicht. Dort werden zudem die im Folgenden dargestellten Ergebnisse in Bezug auf die Anteilseignerstruktur der „100 Größten“ tabellarisch zusammengefasst.

**Abbildung II.7: Die „100 Größten“ nach der Kategorie ihrer Anteilseigner im Jahr 2016**

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk (Stand: Januar 2017) sowie veröffentlichte Geschäftsberichte

**320.** Im Berichtsjahr 2016 befindet sich, wie im Berichtsjahr 2014, keines der Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ mehrheitlich im Besitz eines anderen Unternehmens aus diesem Kreis.<sup>48</sup> Allerdings findet eine Zuordnung zu dieser Kategorie nur dann statt, wenn ein einzelnes Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ einen Mehrheitsanteil an einem Unternehmen aus diesem Kreis hält. Halten mehrere Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ gemeinsam mehr als 50 Prozent der Anteile, bleibt eine Zuordnung an dieser Stelle aus.<sup>49</sup> Mit 27 Unternehmen sind diejenigen Unternehmen, die sich mehrheitlich im Besitz von Einzelpersonen, Familien oder Familienstiftungen befinden, im Kreis der „100 Größten“ am häufigsten vertreten (Berichtsjahr 2016: 27). Ihr Anteil an der Wertschöpfung der „100 Größten“ beträgt 27,1 Prozent. Der Wertschöpfungsanteil der Unternehmen, die sich überwiegend in Streubesitz befinden, fällt mit 39,8 Prozent deutlich höher aus, obwohl es sich hier lediglich um 23 Unternehmen handelt.<sup>50</sup> Weiterhin fällt auf, dass Unternehmen, die der Kategorie „identifizierte ausländische Investoren“ zuzuordnen waren, mit 10,3 Prozent einen vergleichsweise geringen Wertschöpfungsanteil an den „100 Größten“ erwirtschaften, obwohl diese Kategorie mit 21 Unternehmen ähnlich stark vertreten ist wie die Kategorie „über 50 Prozent Streubesitz“.

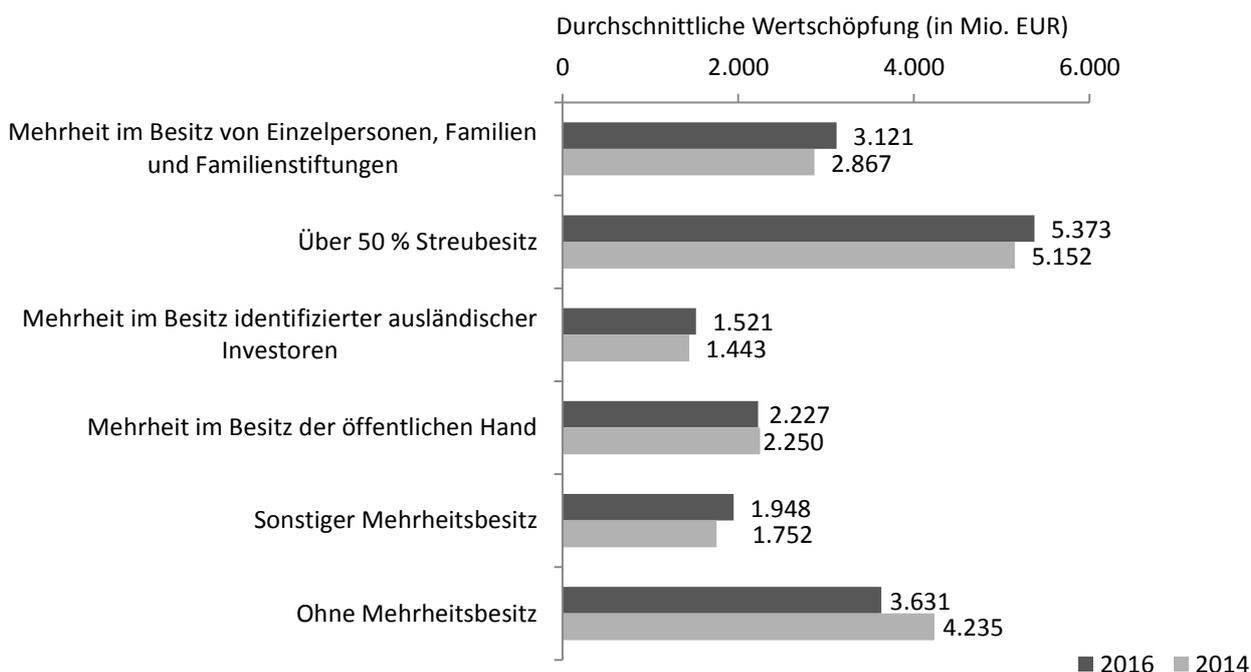
<sup>48</sup> Wenn sich ein Unternehmen mehrheitlich im Besitz eines anderen Unternehmens befindet, wird es gemäß § 290 HGB in der Regel in dessen Konzernabschluss einbezogen und von der Monopolkommission nicht gesondert betrachtet. Allerdings kann das Mutterunternehmen darauf verzichten, ein Tochterunternehmen in den Konzernabschluss einzubeziehen, wenn es beispielsweise dessen Anteile ausschließlich zum Zwecke der Weiterveräußerung hält (§ 296 Abs. 1 Nr. 3 HGB). Aus diesem Grund könnten grundsätzlich auch Unternehmen im Kreis der „100 Größten“ ausgewiesen werden, die sich mehrheitlich im Besitz eines anderen Unternehmens aus diesem Kreis befinden.

<sup>49</sup> Im Berichtsjahr 2014 traf dies auf die Sana Kliniken AG sowie die BSH Hausgeräte GmbH zu.

<sup>50</sup> Auf der Grundlage der vorliegenden Untersuchung kann kein kausaler Zusammenhang abgeleitet werden. Einerseits kann das Vorliegen von Streubesitz dazu führen, dass Unternehmen eine hohe Wertschöpfung erzielen. Umgekehrt ist aber auch denkbar, dass Unternehmen, die eine höhere Wertschöpfung erzielen, auf ein größeres Interesse bei Investoren stoßen und Streubesitz somit attraktiver wird.

**321.** Diese Ergebnisse spiegeln sich auch in Abbildung II.8 wider. Dort wird für jede Anteilseignerkategorie die durchschnittliche Wertschöpfung im Berichtsjahr 2016 derjenigen des Berichtsjahres 2014 gegenübergestellt. Die größte durchschnittliche Wertschöpfung wird von Unternehmen erwirtschaftet, deren Anteile sich zu mindestens 50 Prozent im Streubesitz befinden. Gegenüber dem Berichtsjahr 2014 hat sich ihre durchschnittliche Wertschöpfung um 221 Mio. Euro auf 5.373 Mio. Euro erhöht. Die durchschnittliche Wertschöpfung der Unternehmen, die sich mehrheitlich in Besitz ausländischer Investoren befinden, ist gegenüber dem Berichtsjahr 2014 zwar ebenfalls gestiegen; mit 1.521 Mio. Euro fällt die durchschnittliche inländische Wertschöpfung dieser Unternehmen allerdings weiterhin geringer aus als diejenige der in den übrigen Kategorien vertretenen Unternehmen.

**Abbildung II.8: Durchschnittliche Wertschöpfung der Unternehmen nach Art der Anteilseigner 2016 und 2014**



Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk (Stand: Januar 2017) sowie veröffentlichte Geschäftsberichte

**322.** Einige der Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ sind im Berichtsjahr 2016 über Minderheitsanteile miteinander verbunden. Diese Kapitalverflechtungen werden in Tabelle II.4 für die Berichtsjahre 2016 und 2014 aufgeführt. Im Berichtsjahr 2016 sind gegenüber dem Berichtsjahr 2014 drei vergleichsweise hohe Kapitalbeteiligungen zwischen den „100 Größten“ weggefallen. Die BSH Hausgeräte GmbH, die im Berichtsjahr 2014 noch jeweils zu einem Anteil von 50 Prozent der Siemens AG und der Robert Bosch GmbH gehörte, gehört nun vollständig zur Robert Bosch GmbH, sodass es in Bezug auf die Kapitalverflechtungen zu einem Rückgang kam. Dieses Beispiel macht deutlich, dass ein Rückgang der Kapitalverflechtungen nicht unbedingt auf Dekonzentrationsprozesse schließen lässt, da auch Unternehmenszusammenschlüsse bzw. Übernahmen zu einem Rückgang der Kapitalverflechtungen führen können. Neben den Beteiligungen an der BSH Hausgeräte GmbH wird auch die Beteiligung der INA-Holding Schaeffler GmbH & Co. KG an der Continental AG im Berichtsjahr 2016 nicht weiter ausgewiesen, weil die Continental AG erstmalig der INA-Holding Schaeffler GmbH & Co. KG als Tochterunternehmen zugeordnet wurde.<sup>51</sup>

<sup>51</sup> Im Rahmen der Analyse der „100 Größten“ erfolgt eine gemeinsame Erfassung der INA-Holding Schaeffler GmbH & Co. KG und der Continental AG aufgrund der Vollkonsolidierung der Continental AG im Konzernabschluss der INA-Holding Schaeffler GmbH & Co. KG.

**Tabelle II.4: Kapitalverflechtungen aus dem Kreis der „100 Größten“ 2014 und 2016**

Anteilseigner		Beteiligungsunternehmen		Kapitalanteil (%)			
Rang		Rang		Rang			
2016	2014	2016	2014	2016	2014		
2	2	Daimler AG	18	16	Airbus-Gruppe Deutschland	–	3,68
5	4	Siemens AG	–	59	BSH Hausgeräte GmbH	–	50,00
4	7	Robert Bosch GmbH	–	59	BSH Hausgeräte GmbH	–	50,00
9	30	INA-Holding Schaeffler GmbH & Co. KG	–	18	Continental AG	–	46,00
11	23	Commerzbank AG	13	13	Deutsche Lufthansa AG	2,68	2,77
			19	–	Vonovia SE	1,28	–
			20	26	thyssenkrupp AG	–	2,11
			22	10	Deutsche Bank AG	1,74	1,10
			27	21	METRO AG	–	2,32
			31	31	Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG	1,21	–
			96	60	K+S AG	1,88	–
			–	11	RWE AG	–	1,39
13	13	Deutsche Lufthansa AG	42	56	Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide	8,44	8,45
21	27	Allianz SE	5	4	Siemens AG	–	3,00
			14	14	SAP SE	1,51	1,30
			15	15	Fresenius SE & Co. KGaA	5,22	1,19
			31	31	Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG	2,20	1,78
			41	50	Sana Kliniken AG	14,4	13,9
			55	47	Wacker Chemie AG	2,96	1,41
			67	97	Rheinmetall AG	1,85	–
			72	82	ProSiebenSat.1 Media SE	1,27	2,25
			75	76	LANXESS AG	3,03	1,91
			85	74	Hella KGaA Hueck & Co.	1,92	–
			92	72	Linde AG	–	1,06
			93	–	United Internet AG	4,78	–
			94	99	Krones AG	1,36	1,02
			97	34	Rhön-Klinikum AG	–	1,69
			–	18	Continental AG	–	1,08
			–	22	E.ON SE	–	1,79
22	10	Deutsche Bank AG	2	2	Daimler AG	1,14	1,20
			5	4	Siemens AG	–	1,04
			8	8	Deutsche Post AG	2,36	1,27
			10	12	Bayer AG	–	1,09
			11	23	Commerzbank AG	1,44	–
			12	9	BASF SE	1,33	1,46
			13	13	Deutsche Lufthansa AG	2,90	1,21
			14	14	SAP SE	1,30	3,73
			15	15	Fresenius SE & Co. KGaA	1,25	1,66
			19	–	Vonovia SE	1,25	–
			21	27	Allianz SE	2,96	1,98
			30	32	Evonik Industries AG	1,01	–

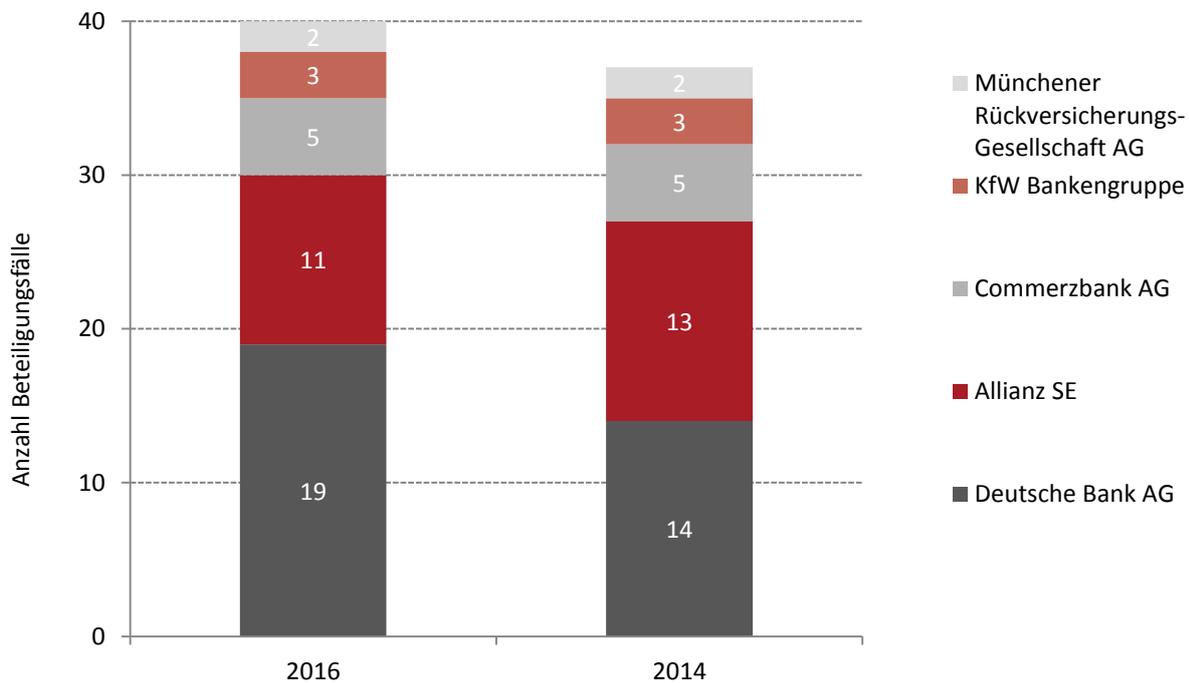
Anteilseigner		Beteiligungsunternehmen			Kapitalanteil (%)	
Rang		Rang		Unternehmen	Rang	
2016	2014	2016	2014		2016	2014
		31	31	Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG	1,25	–
		42	56	Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide	1,48	–
		49	57	Deutsche Börse AG	1,11	–
		67	97	Rheinmetall AG	1,34	–
		72	82	ProSiebenSat.1 Media SE	1,96	1,60
		75	76	LANXESS AG	2,14	–
		92	72	Linde AG	1,06	1,79
		93	–	United Internet AG	1,94	–
		94	99	Krones AG	3,25	1,79
		–	18	Continental AG	–	1,24
		–	93	Bilfinger SE	–	2,49
31	31	5	4	Siemens AG	1,29	1,29
		41	50	Sana Kliniken AG	22,40	21,70
34	35	7	5	Deutsche Telekom AG	14,50	17,40
		8	8	Deutsche Post AG	20,50	21,00
		18	16	Airbus-Gruppe Deutschland	11,09	9,21
35	37	97	34	Rhön-Klinikum AG	17,57	15,25
74	86	97	34	Rhön-Klinikum AG	21,60	18,01
98	69	41	50	Sana Kliniken AG	10,50	10,20
–	79	41	50	Sana Kliniken AG	–	14,60
–	48	70	87	EWE AG	–	26,00

<sup>1</sup> In Fällen, in denen anstelle einer Rangangabe ein Strich erscheint, befand sich das betreffende Unternehmen in dem Jahr nicht unter den „100 Größten“.

<sup>2</sup> Kapitalanteile auf zwei Nachkommastellen gerundet. In Fällen, in denen anstelle eines Kapitalanteils ein Strich erscheint, wurde die Beteiligung aufgrund des Ein- bzw. Austritts aus dem Kreis der „100 Größten“ nicht verfolgt oder keine Beteiligung identifiziert, die ein Prozent übersteigt.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk (Stand: Januar 2017 bzw. Dezember 2014) sowie veröffentlichter Geschäftsberichte

**323.** Abbildung II.9 und Abbildung II.10 fassen die Ergebnisse von Tabelle II.4 grafisch zusammen. Abbildung II.9 zeigt die Anzahl an Beteiligungsfällen von Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“, die an mehr als einem Unternehmen aus diesem Kreis beteiligt sind. Sowohl im Berichtsjahr 2014 als auch im Berichtsjahr 2016 handelt es sich jeweils um 5 Unternehmen aus dem Kredit- und Versicherungswesen. Die größte Anzahl an Beteiligungen an Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ hielt im Berichtsjahr 2016 mit 19 Beteiligungsfällen die Deutsche Bank AG. Gegenüber dem Berichtsjahr 2016 sind 5 Beteiligungsfälle hinzugekommen (2016: 14 Beteiligungsfälle). Wie im Berichtsjahr 2014 hält die Allianz SE mit 11 Beteiligungsfällen die zweitgrößte Anzahl an Beteiligungsfällen, wenngleich es im Berichtsjahr 2014 noch 13 Beteiligungsfälle waren. Bei der Commerzbank AG, der KfW Bankengruppe und der Allianz SE blieb die Anzahl der Beteiligungsfälle gegenüber dem Berichtsjahr 2014 unverändert.

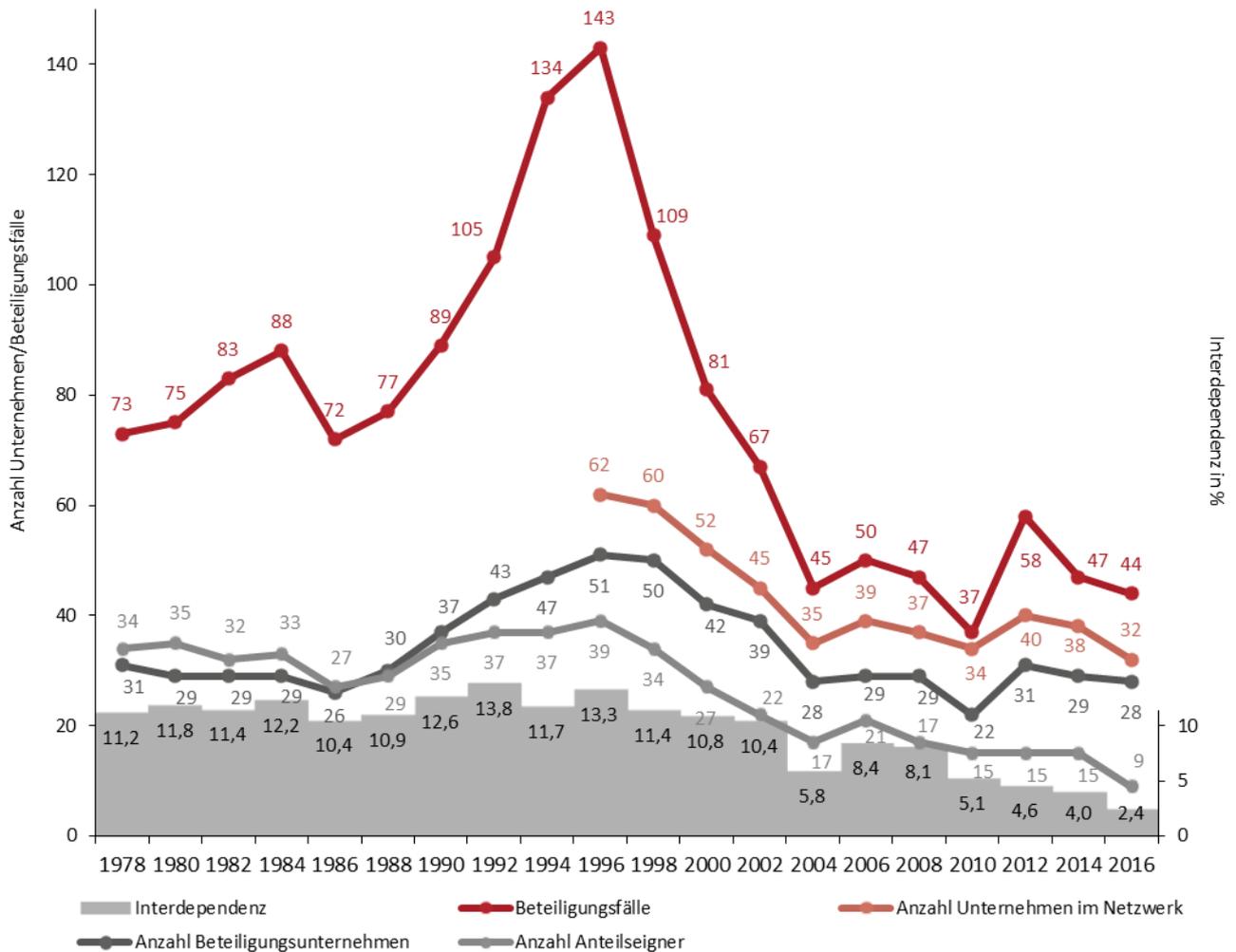
**Abbildung II.9: Beteiligungsfälle von Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“**

Anm.: Erfasst wurden Beteiligungsfälle von Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“, die an mehr als einem Unternehmen aus diesem Kreis beteiligt sind.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk (Stand: Januar 2017 bzw. Dezember 2014) sowie veröffentlichter Geschäftsberichte

**324.** Im Januar 2017 hielten insgesamt 9 Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ Kapitalanteile an mindestens einem Unternehmen aus diesem Kreis. Gegenüber dem Berichtsjahr 2014, in dem dies noch auf 15 Unternehmen zutraf, ist es somit zu einem deutlichen Rückgang der Anzahl an Anteilseignern von Beteiligungen innerhalb des Kreises der „100 Größten“ gekommen. Ein Rückgang ist auch bei weiteren Kennzahlen zu beobachten. So ist die Gesamtzahl an Kapitalverflechtungen zwischen Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ von 47 im Berichtsjahr 2014 auf 44 Beteiligungsfälle im Berichtsjahr 2016 zurückgegangen, und auch die Anzahl der Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“, die mit mindestens einem anderen Unternehmen aus diesem Kreis verflochten waren, ist auf 32 Unternehmen gesunken (Berichtsjahr 2014: 38 Unternehmen). Abbildung II.10 stellt zusätzlich zur Entwicklung im Vergleich zum Berichtsjahr 2014 auch die langfristige Entwicklung der Kapitalverflechtungen der „100 Größten“ im Zeitraum von 1978 bis 2016 dar. In den Jahren 1978 bis 2012 war es zu einem deutlichen Rückgang der Kapitalverflechtungskennzahlen gekommen. Im Berichtsjahr 2012 erfolgte eine Umstellung der Datengrundlage, sodass die zwischenzeitliche Erhöhung der Kennzahlen im Jahr 2012 erhebungstechnisch bedingt sein kann. Dafür spricht, dass die Kennzahlen der Jahre 2014 und 2016 einen weiteren Rückgang der Kapitalverflechtungen zwischen Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ andeuten.

**Abbildung II.10: Entwicklung der Kapitalverflechtungen zwischen den „100 Größten“ (1978–2016)**



Anm.: Da mit dem Berichtsjahr 2012 eine Umstellung der Datengrundlage erfolgte, sind die Werte ab dem Berichtsjahr 2012 nicht vollständig mit denjenigen der Vorjahre vergleichbar. Die Interdependenz gibt an, wie groß der Anteil der Gesamtwertschöpfung der „100 Größten“ ist, an dem Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ über Kapitalbeteiligungen beteiligt sind (vgl. Tz. 325 f.). Die Anzahl an Beteiligungsfällen gibt die Anzahl an Unternehmensverbindungen über Kapitalbeteiligungen an. Als Beteiligungsunternehmen wird ein Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ erfasst, wenn ein anderes Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ eine Kapitalbeteiligung an diesem Unternehmen hält, die ein Prozent übersteigt. Als Anteilseigner wird ein Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ erfasst, das an einem weiteren Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ eine Kapitalbeteiligung hält, die ein Prozent übersteigt. Als Netzwerkunternehmen wird ein Unternehmen erfasst, wenn es ein Beteiligungsunternehmen, Anteilseigner oder beides ist.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage veröffentlichter Geschäftsberichte sowie seit 2012 der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk

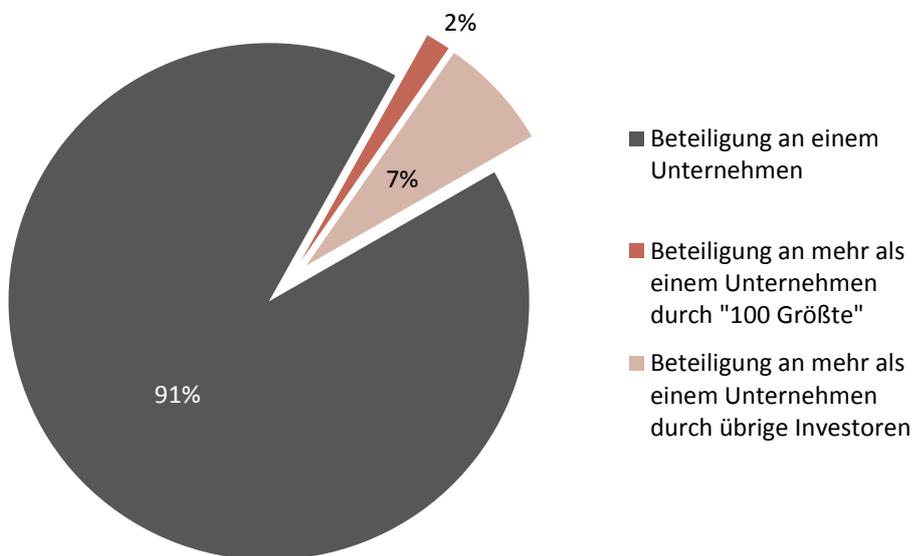
**325.** In Abbildung II.10 wird ergänzend die Entwicklung der Interdependenz zwischen den 100 größten Unternehmen veranschaulicht. Der Interdependenzgrad liefert im Vergleich zu den übrigen Kennzahlen zusätzliche Informationen zur Höhe der Kapitalbeteiligungen zwischen den „100 Größten“ und zum betroffenen Wertschöpfungsanteil. Er gibt an, welcher Anteil an der Gesamtwertschöpfung der „100 Größten“ auf Kapitalbeteiligungen aus diesem Kreis entfällt. So würde sich ein Wert von 100 Prozent ergeben, wenn jedes Unternehmen aus dem Berichtskreis einem oder mehreren anderen Unternehmen aus diesem Kreis gehörte.<sup>52</sup> Gegenüber dem Berichtsjahr 2014 ist der Interdependenzgrad vergleichsweise deutlich von 4,0 auf 2,4 Prozent gesunken, weil relativ hohe Kapitalbe-

<sup>52</sup> Der Interdependenzgrad entspricht rechnerisch dem Anteil der Summe der mit den entsprechenden Kapitalanteilen gewichteten Wertschöpfung aller Beteiligungsunternehmen an der Gesamtwertschöpfung der „100 Größten“.

teilungen zwischen den „100 Größten“ im Berichtsjahr 2016 weggefallen sind. So wird die BSH Hausgeräte GmbH im aktuellen Berichtsjahr der Robert Bosch GmbH vollständig zugeordnet. Die Beteiligungen der Siemens AG und der Robert Bosch GmbH an der BSH Hausgeräte GmbH in Höhe von 50 Prozent<sup>53</sup> fallen somit weg und werden bei der Berechnung des Interdependenzgrades nicht weiter berücksichtigt. Wie dieses Beispiel zeigt, lässt sich von einem Rückgang des Interdependenzgrades nicht direkt auf eine Verringerung der Konzentration schließen, da eine Verringerung des Interdependenzgrades auch durch Unternehmensübernahmen hervorgerufen werden kann.

**326.** Zudem können Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ indirekt über weitere Unternehmen außerhalb des Kreises der „100 Größten“ miteinander verflochten sein.<sup>54</sup> Im Berichtsjahr 2016 ist dies insbesondere aufgrund von Beteiligungen institutioneller Investoren mit Sitz im Ausland, wie beispielsweise BlackRock oder Vanguard, der Fall. Abbildung II.11 zeigt die Bedeutung indirekter Kapitalverflechtungen zwischen den „100 Größten“ für das Berichtsjahr 2016 auf. Dort wird dargestellt, welchen Anteil Investoren mit mehr als einer Beteiligung an Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ am gesamten Kapital der „100 Größten“ hielten. Insgesamt wurden im Berichtsjahr 2016 9 Prozent des Kapitals der „100 Größten“ von Investoren gehalten, die an mehreren Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ beteiligt waren. Davon wurden 2 Prozent von Unternehmen aus demselben Kreis gehalten. Hierbei handelt es sich um die in Abbildung II.9 dargestellten Beteiligungen von Banken und Versicherungen aus dem Kreis der „100 Größten“. Die Bedeutung der indirekten Kapitalverflechtungen über Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ ist im Berichtsjahr 2016 im Vergleich zu den indirekten Verflechtungen über sonstige Investoren vergleichsweise gering. Mit 7 Prozent halten Investoren, die nicht zu den „100 Größten“ gehören, aber mehrere Beteiligungen an Unternehmen aus diesem Kreis halten, mehr als das Dreifache am Kapital der „100 Größten“. Insgesamt lässt sich allerdings feststellen, dass mit 91 Prozent der überwiegende Teil des Kapitals von Investoren gehalten wird, die lediglich an einem der Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ beteiligt sind.

**Abbildung II.11: Anteilsbesitz an den „100 Größten“ nach Beteiligungsfällen des Investors 2016**



Anm.: Unter den Kategorien „Beteiligung an mehr als einem Unternehmen durch ‚100 Größte‘ bzw. übrige Investoren“ werden Beteiligungen erfasst, die ein Prozent übersteigen. Betrachtet werden Beteiligungen an den in Tabelle A.2 aufgeführten rechtlichen Unternehmenseinheiten.

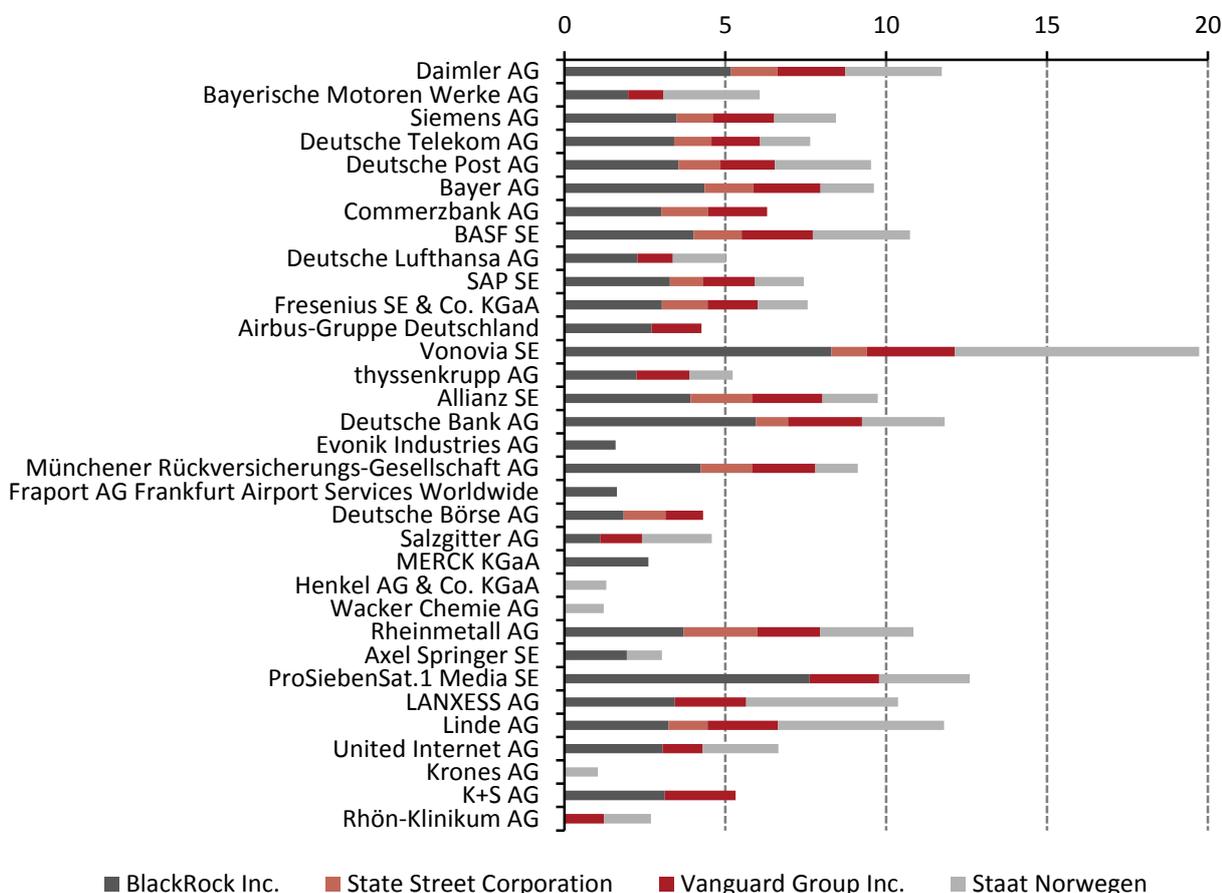
Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk (Stand: Januar 2017) sowie veröffentlichter Geschäftsberichte

<sup>53</sup> Tabelle II.4.

<sup>54</sup> Vgl. zu indirekten Unternehmensverflechtungen über kapitalmäßige Minderheitsbeteiligungen auch Abschnitt 4 in diesem Kapitel.

**327.** Neben der Deutschen Bank AG (19 Beteiligungsfälle) und der Allianz SE (11 Beteiligungsfälle)<sup>55</sup> halten 4 weitere Investoren an mehr als 10 Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ Kapitalanteile von über einem Prozent.<sup>56</sup> Es handelt sich um die BlackRock Inc. (29 Beteiligungsfälle), die Vanguard Group Inc. (26 Beteiligungsfälle), den Staat Norwegen (26 Beteiligungsfälle)<sup>57</sup> und die State Street Corporation (16 Beteiligungsfälle). Diese vier Investoren halten Kapitalanteile an insgesamt 33 Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“, wobei nicht jeder dieser Investoren an allen 33 Unternehmen beteiligt ist. Abbildung II.12 stellt die indirekten Kapitalverflechtungen zwischen den 33 Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ dar, an denen mindestens einer der genannten Investoren beteiligt ist. An 6 der 33 Unternehmen ist lediglich einer dieser Investoren – entweder die BlackRock Inc. oder der Staat Norwegen – beteiligt. An 14 der 33 Unternehmen sind alle vier Investoren beteiligt. Bei diesen Unternehmen halten die vier Investoren im Durchschnitt einen aggregierten Kapitalanteil in Höhe von 10,4 Prozent.

**Abbildung II.12: Indirekte Kapitalverflechtungen zwischen den „100 Größten“ 2016**



Anm.: Dargestellt werden indirekte Kapitalverflechtungen durch Beteiligungen von Investoren an mehr als zehn Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“, sofern sie ein Prozent übersteigen. Betrachtet werden die in Tabelle A.2 ausgewiesenen rechtlichen Unternehmenseinheiten.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk (Stand: Januar 2017) sowie veröffentlichter Geschäftsberichte

<sup>55</sup> Vgl. Abbildung II.9.

<sup>56</sup> Der Übersichtlichkeit halber beschränken sich die nachfolgenden Ausführungen exemplarisch auf diese vier Investoren. Da über weitere Investoren zusätzliche indirekte Kapitalverflechtungen zwischen den „100 Größten“ vorliegen, wird die Bedeutung indirekter Kapitalverflechtungen aufgrund dieses Vorgehens tendenziell unterschätzt.

<sup>57</sup> Bei den Kapitalanteilen, bei denen als Eigentümer der Staat Norwegen ausgewiesen wird, handelt es sich in der Regel um Anteile des norwegischen Staatsfonds, der von der Norges Bank verwaltet wird.

## 2.4 Personelle Verflechtungen der „100 Größten“

**328.** Zur Beurteilung der Marktstellung eines Unternehmens sind gemäß § 18 Abs. 3 GWB unter anderem die Verflechtungen mit anderen Unternehmen heranzuziehen. Die Monopolkommission ermittelt daher neben den Verflechtungen über Kapitalbeteiligungen zwischen den „100 Größten“ auch die personellen Verflechtungen über Mehrfachmandatsträger in Geschäftsführungs- und Kontrollgremien dieser Unternehmen. Es kann davon ausgegangen werden, dass Personen, die in mehreren Unternehmen eine Geschäftsführungs- oder Kontrollfunktion einnehmen, grundsätzlich am Erfolg aller dieser Unternehmen interessiert sind. Somit sind personelle Verflechtungen geeignet, eine Gleichrichtung von Interessen herbeizuführen, die eine Abschwächung von Wettbewerbsanreizen zur Folge haben kann. Begünstigend kann sich dabei auch der Zugang zu internen Unternehmensinformationen auswirken, der ein koordiniertes Marktverhalten und informelle Verhaltensabstimmungen erleichtert. Detaillierte Aussagen zur Wirkung von Verflechtungen in einem konkreten Fall lassen sich auf der Grundlage der vorliegenden Analyse allerdings nicht ableiten. Eine Analyse der personellen Verflechtungen zwischen Großunternehmen ist gleichwohl aus gesellschaftspolitischer Sicht relevant, da es hiernach als unerwünscht gilt, wenn wirtschaftliche Verfügungsgewalt von einem kleinen Personenkreis ausgeübt wird.<sup>58</sup>

**329.** Zur Untersuchung der personellen Unternehmensverflechtungen wurden die veröffentlichten Geschäftsberichte der „100 Größten“ herangezogen. Konnten keine Informationen über die Besetzung der Geschäftsführungs- und Kontrollgremien gewonnen werden, wurden die betroffenen Unternehmen aus der Analyse der personellen Verflechtungen ausgeschlossen. Im Berichtsjahr 2016 konnten für 97 Unternehmen aus dem Untersuchungskreis die erforderlichen Daten ermittelt werden (2014: 97 Unternehmen). Tabelle II.5 gibt einen Überblick zu den erfassten Geschäftsführungs- und Kontrollgremienmandaten im Berichtsjahr 2016 und dem vorangegangenen Berichtsjahr 2014.

**Tabelle II.5: Mandate in Geschäftsführungs- und Kontrollgremien der „100 Größten“ 2016 und 2014**

Gruppenzugehörigkeit <sup>1</sup>	Zahl der Mandate		Anteil an der jeweiligen Gruppe (in %)	
	2016	2014	2016	2014
Mandatsträger in den Kontrollgremien:	1.524	1.543		
Arbeitgebervertreter:	881	863	57,8	55,9
Mitglieder der Geschäftsführung von Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“	34	50	3,9	5,8
Vertreter der öffentlichen Hand <sup>3</sup>	94	104	10,7	12,1
Sonstige Arbeitgebervertreter	753	709	85,5	82,2
Arbeitnehmervertreter:	643	680	42,2	44,1
Gewerkschaftsvertreter <sup>2</sup>	149	171	23,2	25,1
Angestellte des Unternehmens (Betriebsräte, leitende Angest.)	494	509	76,8	74,9
Geschäftsführer:	572	535		
Mehrfachmandatsträger	27	42	4,7	7,9

<sup>1</sup> Die Daten beziehen sich auf die 97 (2014: 97) Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“, für die ein Kontrollgremium ermittelt werden konnte. Alle Anteilswerte auf eine Nachkommastelle gerundet.

<sup>2</sup> Gewerkschaftsvertreter gemäß § 7 Abs. 2, § 16 MitbestG.

<sup>3</sup> Politische Entscheidungsträger auf Bundes-, Länder- und kommunaler Ebene.

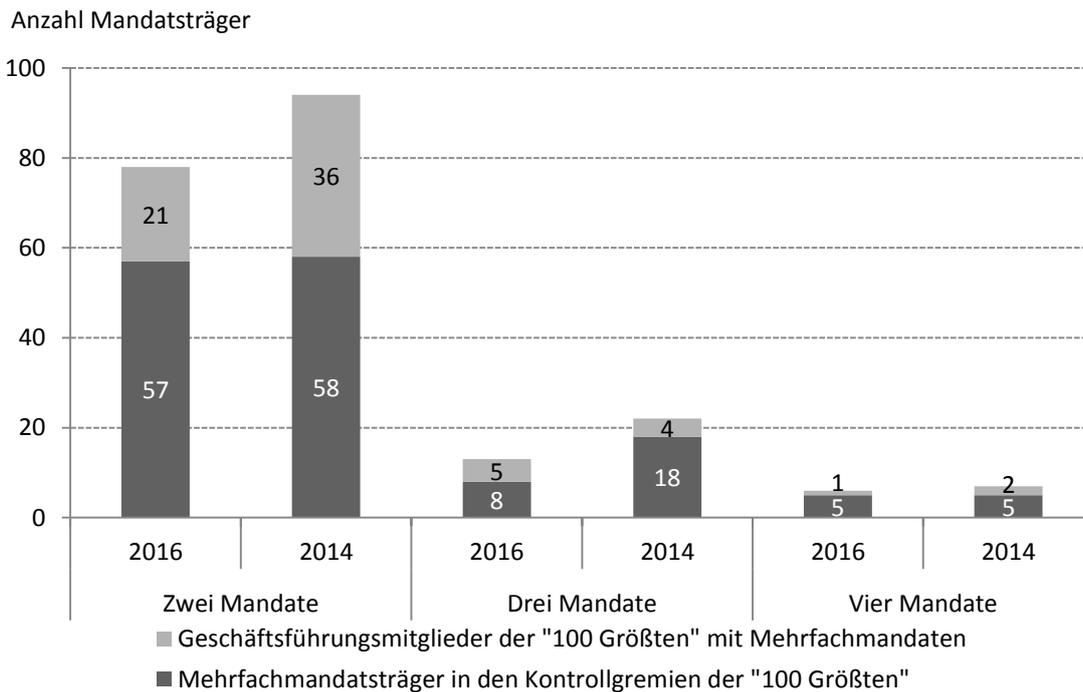
Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage veröffentlichter Geschäftsberichte

<sup>58</sup> Gesetzentwurf der Fraktionen der SPD, FDP, Entwurf eines Zweiten Gesetzes zur Änderung des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen, BT.-Drs. 7/76 vom 25. Januar 1973, S. 15 f.

**330.** Aus wettbewerbsökonomischer Sicht ist einerseits relevant, welcher Anteil an Mandaten in Kontrollgremien von Mitgliedern der Geschäftsführung von Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ ausgeübt wird; andererseits der Anteil an Geschäftsführungsmandaten, der von Mandatsträgern gehalten wird, die gleichzeitig ein Mandat im Kontrollgremium eines anderen Unternehmens aus dem Kreis der „100 Größten“ ausüben. Im Vergleich zum Berichtsjahr 2014 ist die Bedeutung dieser beiden Gruppen gesunken. Während im Berichtsjahr 2014 noch 5,8 Prozent der Mandate in den Kontrollgremien von Geschäftsführern aus dem Kreis der „100 Größten“ gehalten wurden, traf dies im Berichtsjahr 2016 lediglich auf 3,9 Prozent der Mandate zu. Diese Entwicklung ist vorrangig auf die Veränderung des Kreises der „100 Größten“ zurückzuführen. Bleiben Unternehmen, die in einem der Berichtsjahre nicht unter den „100 Größten“ waren, unberücksichtigt, reduziert sich die Anzahl der entsprechenden Mandate im Vergleich der beiden Berichtsjahre lediglich um jeweils ein Mandat. Die im Berichtsjahr 2016 ausgeschiedenen Unternehmen waren somit innerhalb des Kreises der „100 Größten“ stärker über Geschäftsleitungsmitglieder vernetzt als die neu eingetretenen Unternehmen.

**331.** Aus gesellschaftspolitischer Sicht ist insbesondere die Bedeutung von Mandaten in den Kontrollgremien der „100 Größten“ relevant, die von politischen Entscheidungsträgern ausgeübt werden (Kategorie „Vertreter der öffentlichen Hand“). In diesem Zusammenhang ist allerdings zu berücksichtigen, dass politische Entscheidungsträger vorwiegend Mandate in den Kontrollgremien von Unternehmen ausüben, an denen die öffentliche Hand auch Kapitalanteile hält. Die Bedeutung dieser Kategorie hat sich, auch aufgrund des Ausscheidens der großen Energieversorger, ebenfalls verringert. Im Berichtsjahr 2014 waren 104 Mandate in den Kontrollgremien der „100 Größten“ durch Vertreter der öffentlichen Hand besetzt. Im Berichtsjahr 2016 traf dies auf 94 Mandate zu. Allein 11 Mandate, die im Geschäftsjahr 2014 von Vertretern der öffentlichen Hand ausgeübt wurden, entfielen auf die im Berichtsjahr 2016 ausgeschiedenen Energieversorger EnBW Energie Baden-Württemberg AG, RWE AG und Vattenfall GmbH.

**332.** Von den Vertretern der in Tabelle II.5 aufgeführten Gruppen wurden zum Teil Mandate in den Gremien mehrerer Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ ausgeübt. Abbildung II.13 gibt eine Übersicht über die Anzahl an Mandaten von Mehrfachmandatsträgern in den Jahren 2016 und 2014. Dabei wurde unterschieden, ob ein Mitglied der Geschäftsführung eines Unternehmens aus dem Kreis der „100 Größten“ gleichzeitig einem oder mehreren Kontrollgremien eines weiteren Unternehmens aus diesem Kreis angehörte (hellgrau) oder eine Person ohne Geschäftsführungsmandat den Kontrollgremien mehrerer Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ angehörte (dunkelgrau). Gegenüber dem Berichtsjahr 2016 ist die Bedeutung von Mehrfachmandatsträgern gesunken. So waren beispielsweise im Berichtsjahr 2014 noch 18 Personen Mitglieder der Kontrollgremien von drei Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“. Im Berichtsjahr 2016 traf dies lediglich auf 8 Personen zu. Auch bei den Mitgliedern der Geschäftsführungsgremien der „100 Größten“ ist zu beobachten, dass die Ausübung von Mandaten in den Kontrollgremien weiterer Unternehmen aus diesem Kreis rückläufig ist. So ist die Anzahl der Geschäftsführungsmitglieder der „100 Größten“, die gleichzeitig ein Mandat in einem Kontrollgremium eines weiteren Unternehmens aus dem Kreis der „100 Größten“ ausüben, von 36 Personen im Jahr 2014 auf 21 Personen im Jahr 2016 gesunken.

**Abbildung II.13: Mehrfachmandatsträger in Geschäftsführungs- und Kontrollgremien 2016 und 2014**

Anm.: Erfasst wurden Personen mit Mandaten in Geschäftsführungs- bzw. Kontrollgremien mehrerer Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage veröffentlichter Geschäftsberichte

**333.** Mandatsträger in Geschäftsführungs- bzw. Kontrollgremien der „100 Größten“, die Mandate in weiteren Kontrollgremien von Unternehmen aus diesem Kreis ausüben, führen zu Verbindungen zwischen diesen Unternehmen. Daher wird im Folgenden eine Auswertung auf Unternehmensebene vorgenommen, bei der eine Verbindung ausgewiesen wird, wenn eine Person gleichzeitig dem Geschäftsführungsgremium (bzw. Vorstand) und einem Kontrollgremium (Aufsichtsrat, Verwaltungsrat, Gesellschafterausschuss, Vermittlungsausschuss, Unternehmensrat etc.) von mindestens einem weiteren Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ angehört. Darüber hinaus werden auch Verflechtungen über Mehrfachmandatsträger in den Kontrollgremien von zwei oder mehr Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ berücksichtigt. In Abhängigkeit von der Rechtsform und den Gesellschaftsverträgen der Unternehmen können sich die Befugnisse der betrachteten Kontrollgremien unterscheiden. Dennoch werden die Unternehmen ungeachtet dieser Unterschiede in die Untersuchung einbezogen, da die Analyse der personellen Verflechtungen weniger auf die Überwachungsbefugnisse der Kontrollgremien abstellt als auf ihre Eignung, auf hoher hierarchischer Ebene Kontakte zwischen Unternehmen herzustellen.

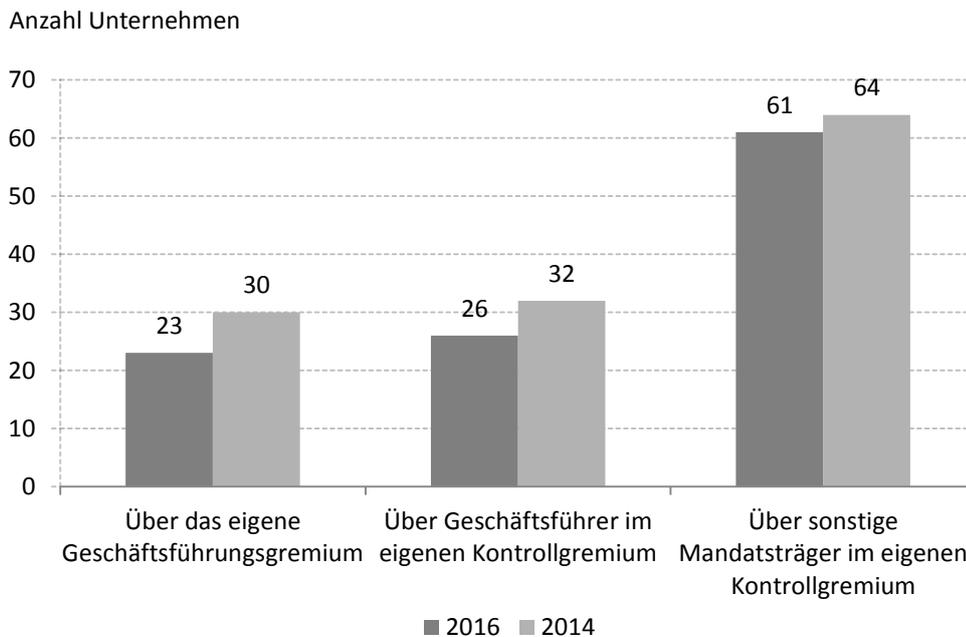
**334.** Konkret wurde für jedes<sup>59</sup> Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ erfasst:

- in wie vielen weiteren Unternehmen Mitglieder der Geschäftsführung des betrachteten Unternehmens als Mandatsträger vertreten sind (Kategorie „über das eigene Geschäftsführungsgremium“),
- in wie vielen weiteren Unternehmen Mandatsträger im Kontrollgremium des betrachteten Unternehmens Geschäftsführer sind (Kategorie „über Geschäftsführer im eigenen Kontrollgremium“),
- in wie vielen weiteren Unternehmen sonstige Mandatsträger im Kontrollgremium des genannten Unternehmens ein Mandat in einem Kontrollgremium ausüben (Kategorie „über sonstige Mandatsträger im eigenen Kontrollgremium“).

<sup>59</sup> Von der Untersuchung ausgeschlossen wurden Unternehmen, für die die Zusammensetzung des Kontrollgremiums nicht bestimmt werden konnte. Dies traf in den Berichtsjahren 2016 und 2014 jeweils auf drei Unternehmen zu.

Eine Verbindung zweier Unternehmen wird unter der Kategorie „über sonstige Mandatsträger im eigenen Kontrollgremium“ erfasst, wenn eine Person, die nicht bereits in den anderen Kategorien erfasst wurde, in den Kontrollorganen beider Unternehmen vertreten war. Abbildung II.14 zeigt die Anzahl an Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“, die über die entsprechenden Kategorien in den Berichtsjahren 2016 und 2014 miteinander verbunden waren.<sup>60</sup>

**Abbildung II.14: Über personelle Verflechtung verbundene Unternehmen**



Anm.: Angegeben ist die Anzahl der Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“, die mit weiteren Unternehmen aus diesem Kreis über Mehrfachmandatsträger in Geschäftsführungs- und Kontrollgremien verbunden waren.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage veröffentlichter Geschäftsberichte

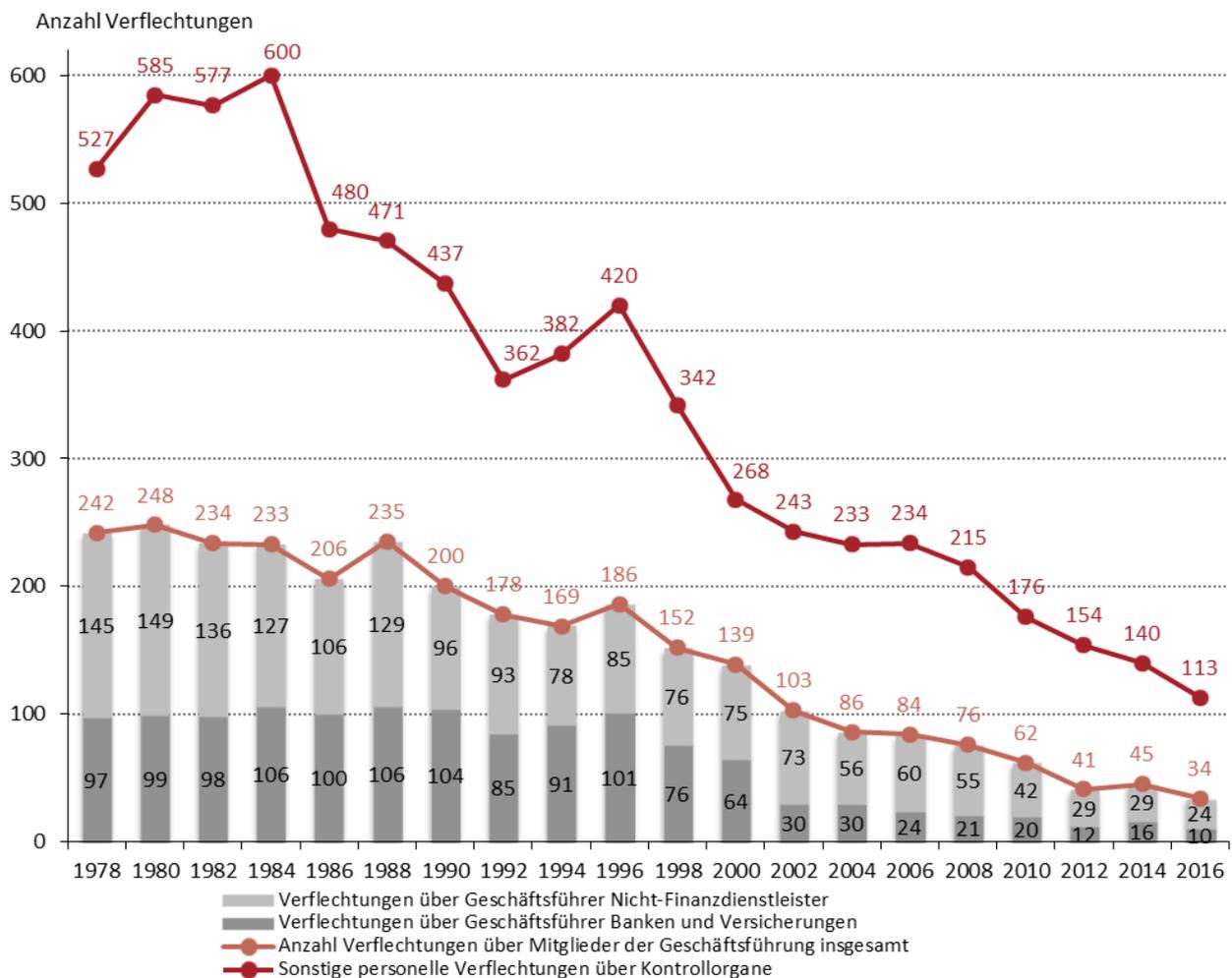
**335.** Die Anzahl der Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“, die über Mehrfachmandatsträger in den Geschäftsführungs- und Kontrollgremien mit weiteren Unternehmen aus diesem Kreis verbunden waren, ist im Vergleich zum Berichtsjahr 2014 in allen Kategorien gesunken. Im Berichtsjahr 2016 war in 23 Unternehmen (2014: 30 Unternehmen) mindestens ein Mitglied der Geschäftsführung auch Mandatsträger im Kontrollgremium eines oder mehrerer weiterer Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“. Diese Mehrfachmandatsträger übten Mandate in den Kontrollgremien von 26 Unternehmen (2014: 32 Unternehmen) aus dem Kreis der „100 Größten“ aus. Dies entspricht einem Rückgang um 23,3 bzw. 18,8 Prozent. Hier spiegelt sich die Entwicklung wider, dass die neu in den Kreis eingetretenen Unternehmen weniger Verbindungen über ihre Geschäftsführungsgremien aufweisen als die aus dem Kreis der „100 Größten“ ausgeschiedenen Unternehmen. Werden von der Analyse diejenigen Unternehmen ausgeschlossen, die in einem der Berichtsjahre 2014 und 2016 nicht unter den „100 Größten“ waren, verändert sich die Anzahl an Unternehmen, die über Geschäftsführungsmitglieder mit mindestens einem weiteren Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ verbunden waren, vergleichsweise geringfügig.

**336.** Auch die Entwicklung der Gesamtzahl an Unternehmensverbindungen über Personen in den Geschäftsführungs- und Kontrollgremien der „100 Größten“ ist durch die Veränderung des Kreises der „100 Größten“ beeinflusst. Abbildung II.15 stellt die Entwicklung dieser Verflechtungen zwischen den Unternehmen im Kreis der „100

<sup>60</sup> Eine Übersicht über die Anzahl der Unternehmen, mit denen jedes Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ in den Berichtsjahren 2016 und 2014 in Form der entsprechenden Kategorie verbunden war, wird im Anhang zu diesem Gutachten veröffentlicht.

Größen“ für den Zeitraum von 1978 bis 2016 dar. Nachdem die Anzahl der Verflechtungen über Geschäftsführer der „100 Größten“ seit dem Jahr 1996 kontinuierlich gesunken war, war sie im Berichtsjahr 2014 leicht auf 45 angestiegen. Mit 34 Verbindungen liegt die Zahl der personellen Verflechtungen über Geschäftsführungsmitglieder im Berichtsjahr 2016 deutlich unterhalb des Niveaus des Jahres 2012 (41 Verbindungen). Werden bei dem Vergleich der Berichtsjahre 2014 und 2016 allerdings ausschließlich Unternehmen berücksichtigt, die in beiden Jahren unter den „100 Größten“ waren, hätte sich die Anzahl der Verbindungen lediglich um eine Verbindung reduziert. Gleiches gilt für den zu beobachtenden Rückgang der Verflechtungen über sonstige Mehrfachmandatsträger in den Kontrollgremien der „100 Größten“. Gegenüber dem Berichtsjahr 2014 ist hier ein Rückgang der Verflechtungen um 19,3 Prozent auf 113 Verbindungen zu verzeichnen. Unter Ausschluss derjenigen Unternehmen, die in einem der beiden Jahre nicht zu den „100 Größten“ zählten, wäre der Rückgang der Verflechtungen mit 3,8 Prozent deutlich geringer ausgefallen. Insgesamt setzt sich der Trend abnehmender Unternehmensverbindungen durch Mehrfachmandatsträger in den Kontrollgremien der „100 Größten“ fort. Gegenüber dem Berichtsjahr 1996, in dem noch 420 derartige Verflechtungen ermittelt wurden, ist im Berichtsjahr 2016 lediglich etwa ein Viertel dieser Fälle zu beobachten.

**Abbildung II.15: Personelle Verflechtungen der „100 Größten“ in den Jahren 1978 bis 2016**

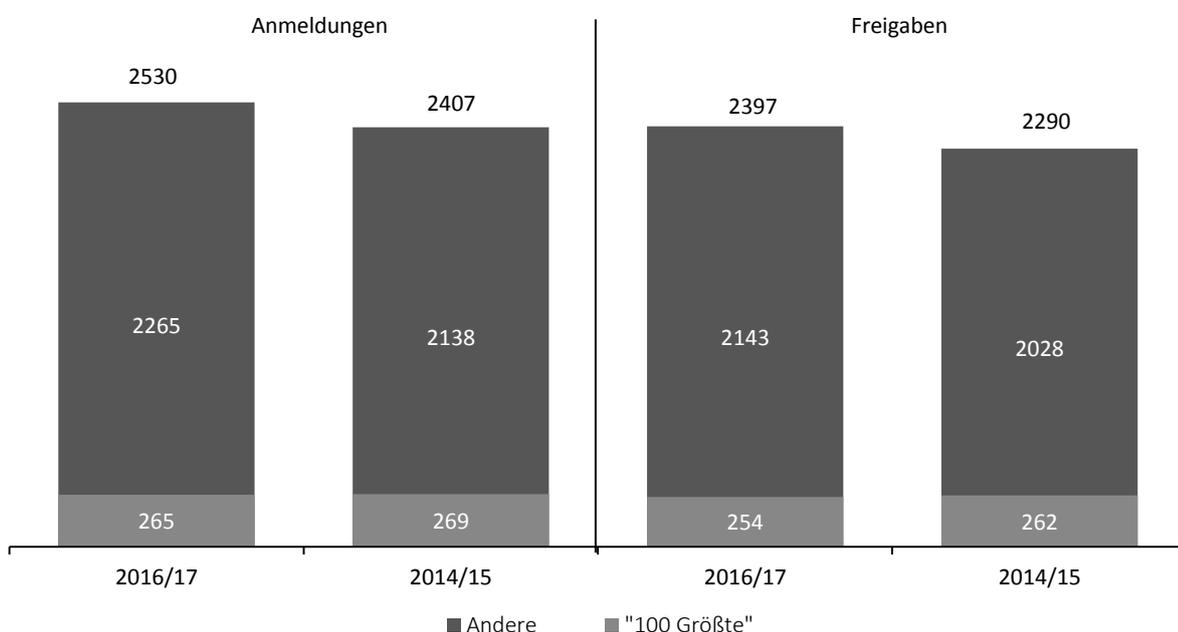


Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage veröffentlichter Geschäftsberichte

## 2.5 Beteiligung der „100 Größten“ an Unternehmenszusammenschlüssen

**337.** Da auch externes Unternehmenswachstum durch Unternehmenszusammenschlüsse zu Veränderungen bei der aggregierten Konzentration beitragen kann, werden abschließend die Zusammenschlussaktivitäten der „100 Größten“ betrachtet.<sup>61</sup> Einbezogen werden unmittelbare und mittelbare Beteiligungen der „100 Größten“ an den beim Bundeskartellamt vor dem Vollzug angemeldeten Unternehmenszusammenschlüssen.<sup>62</sup> Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung wird davon ausgegangen, dass Zusammenschlüsse, die angemeldet und vom Bundeskartellamt freigegeben werden, von den Beteiligten auch vollzogen werden. Unter dieser Annahme kann mithilfe der Zahl der angemeldeten Zusammenschlussvorhaben sowie der Zahl der Freigabeentscheidungen die Zahl der Zusammenschlüsse mit Beteiligung eines Unternehmens aus dem Kreis der „100 Größten“ abgeleitet werden. Abbildung II.16 stellt die Zusammenschlussaktivitäten der „100 Größten“ der Zahl aller beim Bundeskartellamt angezeigten Fälle für die Berichtszeiträume 2016/17 und 2014/15 gegenüber.

**Abbildung II.16: Zusammenschlussaktivitäten 2016/17 und 2014/15**



Anm.: Es wurden Vorgänge zwischen dem 1. Januar und dem 31. Dezember der jeweiligen Jahre berücksichtigt. Unter „Anmeldungen“ wurden Zusammenschlussvorhaben gezählt, die beim Bundeskartellamt angemeldet wurden. Unter „Freigaben“ wurden Vorgänge erfasst, bei denen im Vor- oder Hauptprüfverfahren eine Freigabe mit oder ohne Nebenbestimmungen erfolgte. War ein Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ entweder selbst oder seine Obergesellschaft Erwerber oder selbst Erworbener, werden entsprechende Anmeldungen und Freigaben unter der Kategorie „100 Größte“ erfasst (hier werden unter „Freigaben“ auch Fälle erfasst, in denen keine Kontrollpflicht bestand).

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage von Daten des Bundeskartellamtes

**338.** Gegenüber dem Berichtszeitraum 2014/15 ist im Berichtszeitraum 2016/17 insgesamt eine Abnahme des Anteils der „100 Größten“ an den Zusammenschlussaktivitäten zu verzeichnen. Sowohl ihr Anteil an allen beim Bundeskartellamt angemeldeten Zusammenschlussvorhaben als auch an den freigegebenen Zusammenschlüssen

<sup>61</sup> Zur Rolle externer Wachstumsprozesse bei der Entstehung oder Verfestigung von Marktmacht vgl. Abschnitt 3.2 im vorliegenden Kapitel.

<sup>62</sup> Die Vorschriften über die Zusammenschlusskontrolle finden grundsätzlich Anwendung, sofern die Umsatzerlöse der beteiligten Unternehmen im letzten Geschäftsjahr vor dem Zusammenschluss weltweit insgesamt EUR 500 Mio. überschreiten und mindestens ein beteiligtes Unternehmen im Inland Umsatzerlöse von mehr als EUR 25 Mio. und ein anderes beteiligtes Unternehmen Umsatzerlöse von mehr als EUR 5 Mio. erzielt haben (§ 35 Abs. 1 GWB). Gemäß dem im Rahmen der 9. GWB-Novelle neu ins Gesetz eingefügten § 35 Abs. 1a GWB kommt eine Anmeldepflicht des Zusammenschlussvorhabens zudem auch dann in Betracht, wenn der Wert der Gegenleistung für den Zusammenschluss mehr als EUR 400 Mio. beträgt.

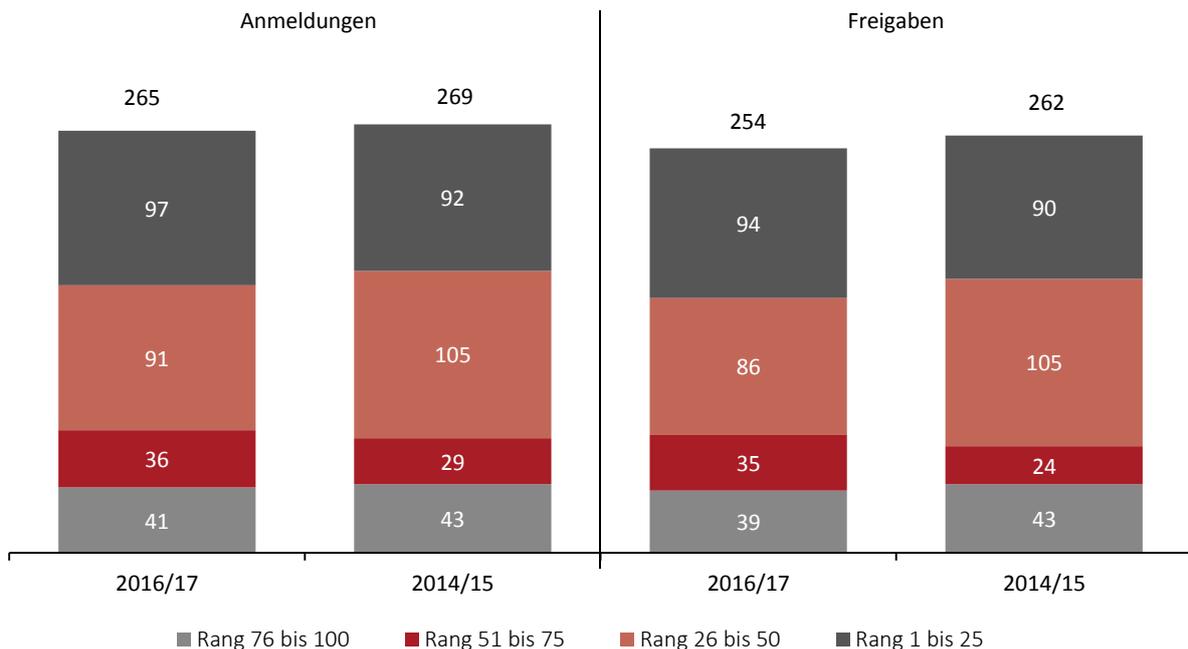
ist gesunken. Im Berichtszeitraum 2016/17 betrug der Anteil der „100 Größten“ an den beim Bundeskartellamt angemeldeten Zusammenschlüssen 10,5 Prozent (Berichtszeitraum 2014/15: 11,2 Prozent), ihr Anteil an allen freigegebenen Zusammenschlüssen 10,6 Prozent (Berichtszeitraum 2014/15: 11,4 Prozent). Ursächlich für diese Entwicklung ist einerseits eine Erhöhung der Gesamtzahl an Anmeldungen und Freigaben,<sup>63</sup> andererseits ein Rückgang der Anzahl an Fällen, in denen ein Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ beteiligt war. Im Berichtszeitraum 2016/17 ist die Anzahl aller Anmeldungen um 5,1 Prozent auf 2.530 Fälle gestiegen, während die Anzahl der Anmeldungen unter Beteiligung eines Unternehmens aus dem Kreis der „100 Größten“ um 1,5 Prozent auf 265 Fälle gesunken ist. Die Zahl der vom Bundeskartellamt freigegebenen Zusammenschlüsse stieg gegenüber dem vergangenen Berichtszeitraum um 4,7 Prozent auf 2.397 Fälle, bei denen in 254 Fällen ein Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ beteiligt war (Berichtszeitraum 2014/15: 262 Fälle).

**339.** Aus dem Kreis der „100 Größten“ wiesen im Berichtszeitraum 2016/17 die Rethmann SE & Co. KG mit 23 Anmeldungen und die DZ Bank AG mit 21 Anmeldungen die höchsten Zusammenschlussaktivitäten auf,<sup>64</sup> gefolgt von 3 weiteren Unternehmen, die ebenfalls mindestens 10 Zusammenschlussvorhaben anmeldeten. Somit ist die Anzahl derjenigen Unternehmen, die mindestens 10 Zusammenschlussvorhaben angemeldet haben, gegenüber dem Berichtszeitraum 2014/15, in dem dies noch auf 8 Unternehmen zutraf, gesunken (Berichtszeitraum 2016/17: 5 Unternehmen). Gleichzeitig hat sich die Anzahl an Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ erhöht, die an einem Zusammenschlussvorhaben beteiligt waren. So waren im Berichtszeitraum 2016/17 etwas mehr als 70 Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ an mindestens einem Zusammenschlussvorhaben beteiligt (unter der Kategorie „Anmeldungen“ 73 Unternehmen; unter der Kategorie „Freigaben“ 72 Unternehmen). Im Berichtszeitraum 2014/15 waren etwa 5 Unternehmen weniger beteiligt (unter der Kategorie „Anmeldungen“ 65 Unternehmen; unter der Kategorie „Freigaben“ 66 Unternehmen). Somit ist im aktuellen Berichtszeitraum nur jedes vierte Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ nicht an Zusammenschlussvorhaben beteiligt gewesen.

**340.** Die Zusammenschlussaktivität, gemessen an der Anzahl an Anmeldungen und Freigaben, ist bei Unternehmen in den vorderen Rängen größer als bei Unternehmen, die sich auf den hinteren Rängen befinden. Abbildung II.17 zeigt die Anmeldungen und Freigaben der „100 Größten“ nach Ranggruppen. Zu diesem Zweck wurden jeweils 25 Unternehmen in einer Ranggruppe zusammengefasst. Im aktuellen Berichtszeitraum entfielen etwa 70 Prozent der beim Bundeskartellamt angemeldeten Zusammenschlussvorhaben sowie der Freigaben, unter Beteiligung der „100 Größten“, auf die größten 50 Unternehmen aus diesem Kreis. Gegenüber dem Berichtszeitraum 2014/15 ist allerdings ein leichter Rückgang des Anteils dieser Unternehmen an der Zusammenschlussaktivität der „100 Größten“ zu erkennen (2014/15: 73,2 bzw. 74,4 Prozent; 2016/17: jeweils 70,9 Prozent).

<sup>63</sup> Seit dem Jahr 2011 bis Anfang 2017 war insgesamt ein durchschnittlicher Aufwärtstrend für Fusionen und Übernahmen unter Beteiligung deutscher Unternehmen zu beobachten (vgl. Tz. 365 bzw. ZEW/BvD, M&A Report, Deutscher M&A-Index deutet Trendwende an, Oktober 2017).

<sup>64</sup> Eine Übersicht über die Beteiligung an den Anmeldungen und Freigabeentscheidungen für jedes einzelne Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ ist im Anhang zu diesem Gutachten veröffentlicht.

**Abbildung II.17: Zusammenschlussaktivitäten der „100 Größten“ nach Ranggruppen 2016/17 und 2014/15**

Anm.: War ein Unternehmen aus dem Kreis der „100 Größten“ entweder selbst oder seine Obergesellschaft Erwerber oder selbst Erworbenener, werden entsprechende Anmeldungen und Freigaben erfasst. Unter „Anmeldungen“ wurden dabei Zusammenschlussvorhaben gezählt, die beim Bundeskartellamt angemeldet wurden. Unter „Freigaben“ wurden Vorgänge erfasst, bei denen im Vor- oder Hauptprüfverfahren eine Freigabe mit oder ohne Nebenbestimmungen erfolgte oder keine Kontrollpflicht bestand.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage von Daten des Bundeskartellamtes

## 2.6 Die nach inländischem Geschäftsvolumen größten Unternehmen einer Branche

**341.** Ergänzend zur Analyse der „100 Größten“ ermittelt die Monopolkommission die größten Unternehmen nach Branchen. Unternehmen, die derselben Branche angehören, werden auf der Grundlage des spezifischen Geschäftsvolumens der betrachteten Branche wie folgt erfasst und analysiert:

- die 50 größten Industrieunternehmen nach Umsatz
- die 10 größten Handelsunternehmen nach Umsatz
- die 10 größten Verkehrs- und Dienstleistungsunternehmen nach Umsatz
- die 10 größten Kreditinstitute nach Bilanzsumme
- die 10 größten Versicherungsunternehmen nach Bruttobeitragseinnahmen

Die Betrachtung der größten Unternehmen nach Branchen bezieht sich, wie die Untersuchung der „100 Größten“, auf (Teil-)Konzerne im Inland. Sie ermöglicht einen Vergleich der Entwicklung von Wertschöpfung und Geschäftsvolumen bei einem Großteil der Unternehmen, die sich unter den „100 Größten“ befinden.

**342.** Die branchenspezifischen Geschäftsvolumina verdeutlichen die Bedeutung der Unternehmen als Anbieter von Produkten oder Dienstleistungen innerhalb einer Branche. Um die Bedeutung von Großunternehmen innerhalb einer Branche beurteilen zu können, wird die Summe der Geschäftsvolumina der größten Unternehmen einer Branche preisbereinigt und der entsprechenden gesamtwirtschaftlichen realen Vergleichsgröße gegenübergestellt.<sup>65</sup> Es ist allerdings darauf hinzuweisen, dass sich auf der Grundlage dieser Betrachtung keine konkreten

<sup>65</sup> Zur Deflationierung der nominalen Größen wird, wie zur Deflationierung der Wertschöpfungsgrößen in Abschnitt 2.2.2, der implizite Preisindex der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung verwendet (vgl. für ein ähnliches Vorgehen P. Lopez-Garcia, F. di Mauro

Schlüsse in Bezug auf die wettbewerbliche Stellung einzelner Unternehmen ableiten lassen, da keine Abgrenzung wettbewerblich relevanter Märkte erfolgt.

**343.** Die Zuordnung der Unternehmen zu den fünf Branchen wird anhand der Angaben in der Segmentberichterstattung der Konzernabschlüsse der Unternehmen und der in der Datenbank Orbis des Anbieters Bureau van Dijk aufgeführten Informationen vorgenommen. Zu den betrachteten Unternehmen gehören in vielen Fällen auch Tochterunternehmen, die nicht derselben Branche zuzuordnen sind wie der Gesamtkonzern. Beispielsweise gehören zu einigen Kreditinstituten auch Versicherungs- und Dienstleistungsunternehmen. Gleichwohl werden die betrachteten Unternehmen entsprechend dem Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit des gesamten inländischen Konzerns einer Branche zugeordnet.<sup>66</sup>

### Die 50 größten Industrieunternehmen

**Tabelle II.6: Die nach Umsatz 50 größten Industrieunternehmen 2016 und 2014**

Jahr	Rang nach		Unternehmen <sup>1</sup>	Konsolidierter Umsatz der	
	Umsatz	Wertschöpfung		inländischen Gesellschaften <sup>2</sup>	Gesamtkonzerne
der inländischen Gesellschaften			in Mio. EUR		
2016	1	1	Volkswagen AG	147.318	217.267
2014	1	1		139.525	202.458
2016	2	2	Daimler AG	106.142	153.261
2014	3	2		85.637	129.872
2016	3	3	Bayerische Motoren Werke AG	76.180	94.163
2014	4	3		68.181	80.401
2016	4	–	Uniper SE	66.372	67.285
2014	–	–			
2016	5	4	Robert Bosch GmbH	43.064	73.129
2014	7	7		32.296	48.951
2016	6	–	RWE AG	41.032	43.590
2014	5	11		49.083	46.149
2016	7	5	Siemens AG	33.892	79.644
2014	9	4		32.118	71.920
2016	8	10	Bayer AG	23.285	46.769
2014	11	12		21.373	42.239
2016	9	28	Ford-Gruppe Deutschland	22.474	137.136
2014	14	52		17.466	108.447

and the CompNet Task Force, Assessing European competitiveness: the new CompNet micro-based database, European Central Bank – Working Paper Series No 1764, 2015, S. 12).

<sup>66</sup> Eine Ausnahme stellt die DZ Bank dar, die mit ihrer Bilanzsumme als Kreditinstitut und über die Bruttobeitragseinnahmen der R+V Versicherung als Versicherungsunternehmen erfasst wird.

Jahr	Rang nach		Unternehmen <sup>1</sup>	Konsolidierter Umsatz der	
	Umsatz	Wertschöpfung		inländischen Gesellschaften <sup>2</sup>	Gesamtkonzerne
	der inländischen Gesellschaften			in Mio. EUR	
2016	10	–	E.ON SE	21.985	38.173
2014	2	22		98.457	111.556
2016	11	44	BP-Gruppe Deutschland	20.704	165.329
2014	6	–		39.951	266.131
2016	12	9	INA-Holding Schaeffler	20.308	53.686
2014	27	30	GmbH & Co. KG	7.947	12.124
2016	13	20	thyssenkrupp AG	19.158	39.263
2014	13	26		19.091	41.304
2016	14	18	Airbus-Gruppe Deutschland	18.194	66.581
2014	16	16		14.553	60.713
2016	15	–	EnBW Energie Baden-	18.189	19.368
2014	12	48	Württemberg AG	19.509	21.003
2016	16	12	BASF SE	17.540	57.550
2014	8	9		32.241	74.326
2016	17	84	Shell-Gruppe Deutschland	13.591 <sup>S</sup>	211.026
2014	10	–		29.886 <sup>S</sup>	316.966
2016	18	–	Vattenfall-Gruppe Deutschland	12.552	14.700
2014	15	42		14.654	18.237
2016	19	38	General Motors-Gruppe	12.294 <sup>E</sup>	150.308
2014	17	33	Deutschland	13.487 <sup>E</sup>	117.368
2016	20	24	ZF Friedrichshafen AG	11.451	35.166
2014	20	24		10.999	18.415
2016	21	33	C. H. Boehringer Sohn AG & Co. KG	9.636	15.850
2014	28	38		7.902	13.317
2016	22	15	Fresenius SE & Co. KGaA	9.365	29.471
2014	24	15		8.594	23.231
2016	23	–	Total-Gruppe Deutschland	9.360	135.278
2014	18	83		12.714	159.586
2016	24	73	Dr. August Oetker KG	9.270	11.704
2014	25	84		8.594	10.935

Jahr	Rang nach		Unternehmen <sup>1</sup>	Konsolidierter Umsatz der	
	Umsatz	Wertschöpfung		inländischen Gesellschaften <sup>2</sup>	Gesamtkonzerne
	der inländischen Gesellschaften			in Mio. EUR	
2016	25	–	Heraeus Holding GmbH	8.356	21.516
2014	21	–		9.999	15.589
2016	26	50	Salzgitter AG	7.099	7.893
2014	26	49		8.398	9.040
2016	27	–	Aurubis AG	6.937	9.475
2014	29	–		7.825	11.335
2016	28	30	Evonik Industries AG	6.906	12.732
2014	30	32		7.720	12.917
2016	29	70	EWE AG	6.838	7.566
2014	31	87		7.361	8.134
2016	30	95	Philip Morris International-Gruppe	6.601	24.107
2014	34	–	Deutschland	6.322	22.406
2016	31	25	Roche-Gruppe Deutschland	6.464	46.393
2014	46	53		4.195	39.075
2016	32	–	VNG-Verbundnetz Gas AG	6.420	7.214
2014	23	–		9.180	9.978
2016	33	100	Stadtwerke München GmbH	6.321	6.321
2014	35	91		6.095	6.095
2016	34	47	STRABAG-Gruppe Deutschland	6.270	13.491
2014	37	44		6.080	13.566
2016	35	–	Umicore-Gruppe Deutschland	5.889	10.444
2014	45	–		4.319	8.829
2016	36	–	ExxonMobil-Gruppe Deutschland	5.442	197.490
2014	22	–		9.294	296.643
2016	37	83	Stadtwerke Köln GmbH	4.959	4.959
2014	42	81		4.556	4.556
2016	38	36	IBM-Gruppe Deutschland	4.898	72.199
2014	39	36		4.905	69.845
2016	39	32	Sanofi-Gruppe Deutschland	4.723 <sup>E</sup>	33.821
2014	36	20		6.081 <sup>E</sup>	33.770

Jahr	Rang nach		Unternehmen <sup>1</sup>	Konsolidierter Umsatz der	
	Umsatz	Wertschöpfung		inländischen Gesellschaften <sup>2</sup>	Gesamtkonzerne
	der inländischen Gesellschaften			in Mio. EUR	
2016	40	51	Merck KGaA	4.582	15.024
2014	47	51		4.189	11.291
2016	41	39	HGV Hamburger Gesellschaft für	4.491	4.491
2014	48	45	Vermögens- und Beteiligungs- management mbH	4.185	4.185
2016	42	76	ABB-Gruppe Deutschland	4.287	30.560
2014	–	73			
2016	43	57	Nestlé-Gruppe Deutschland	4.276	82.070
2014	–	98			
2016	44	55	Wacker Chemie AG	4.241	5.404
2014	–	47			
2016	45	86	Saint-Gobain-Gruppe Deutschland	4.055	39.093
2014	43	66		4.546	41.054
2016	46	75	LANXESS AG	3.925	7.699
2014	49	76		4.127	8.006
2016	47	–	ArcelorMittal-Gruppe Deutschland	3.901 <sup>S</sup>	51.305
2014	44	–		4.533 <sup>S</sup>	59.676
2016	48	–	Novartis-Gruppe Deutschland	3.863	43.831
2014	–	–			
2016	49	–	Thüga AG	3.848	3.848
2014	–	–			-
2016	50	56	maxingvest AG	3.818	10.062
2014	–	63			
2016	–	–	Continental AG	–	–
2014	19	18		12.045	34.506
2016	–	–	HP-Gruppe Deutschland	–	–
2014	32	67		6.484 <sup>S</sup>	83.891
2016	–	–	BSH Hausgeräte GmbH	–	–
2014	33	59		6.380	11.389
2016	–	–	Johnson Controls-Gruppe	-	-
2014	38	–	Deutschland	5.443	32.237

Jahr	Rang nach		Unternehmen <sup>1</sup>	Konsolidierter Umsatz der	
	Umsatz	Wertschöpfung		inländischen Gesellschaften <sup>2</sup>	Gesamtkonzerne
der inländischen Gesellschaften			in Mio. EUR		
2016	–	69	Liebherr-International-Gruppe	2.959	9.009
2014	40	58	Deutschland	4.593 <sup>S</sup>	8.823
2016	–	90	LyondellBasell-Gruppe	3.667 <sup>E</sup>	26.364
2014	41	–	Deutschland	4.559 <sup>E</sup>	33.656
2016	–	52	Henkel AG & Co. KGaA	3.299	18.714
2014	50	54		4.083	16.428

<sup>1</sup> Zusätzlich zu den 50 größten Industrieunternehmen im Berichtsjahr 2016 werden am Tabellenende auch diejenigen Unternehmen aufgeführt, die im Berichtsjahr 2014 noch unter den 50 größten Industrieunternehmen waren, im Berichtsjahr 2016 jedoch nicht weiter zu diesem Kreis zählen.

<sup>2</sup> Konsolidierte Umsätze der inländischen Konzerngesellschaften inklusive der Umsätze mit ausländischen verbundenen Unternehmen. Mit <sup>S</sup> gekennzeichnete Angaben beziehen sich auf den Summenabschluss, und <sup>E</sup> steht für den Einzelabschluss.

Quelle: eigene Erhebungen sowie veröffentlichte Geschäftsberichte

**344.** In Tabelle II.6 werden die nach ihrem inländischen Umsatz 50 größten Industrieunternehmen in der Bundesrepublik Deutschland für die Jahre 2016 und 2014 ausgewiesen. Gegenüber dem Berichtsjahr 2014 hat sich der Kreis der 50 größten Industrieunternehmen in Deutschland leicht verändert. Folgende Unternehmen sind neu in diesen Kreis eingetreten: Uniper SE (4), ABB-Gruppe Deutschland (42), Nestlé-Gruppe Deutschland (43), Wacker Chemie AG (44), Novartis-Gruppe Deutschland (48), Thüga AG (49), maxingvest AG (50) (Rang 2016 in Klammern). Aus dem Kreis der 50 größten Industrieunternehmen ausgeschieden sind die Continental AG (19), die HP-Gruppe Deutschland (32), die BSH Hausgeräte GmbH (33), die Johnson-Controls-Gruppe Deutschland (38), die Liebherr-International-Gruppe Deutschland (40), die LyondellBasell-Gruppe Deutschland (41) und die Henkel AG & Co. KGaA (50) (Rang im Jahr 2014 in Klammern).

**345.** Die großen vier Energieversorgungsunternehmen EnBW Energie Baden-Württemberg AG, E.ON SE, RWE AG und Vattenfall-Gruppe Deutschland, die im Berichtsjahr 2016 aus dem Kreis der „100 Größten“ ausgeschieden sind, befinden sich weiterhin unter den 50 größten Industrieunternehmen. Mit Uniper SE gehört sogar ein weiteres Energieversorgungsunternehmen zu diesem Kreis. In Bezug auf die aus dem Kreis der 50 größten Industrieunternehmen ausgeschiedenen Unternehmen fallen insbesondere größere Umstrukturierungsprozesse bei vier dieser Unternehmen auf. So gehen die inländischen Umsätze der BSH Hausgeräte GmbH im Berichtsjahr 2016 in die inländischen Umsätze der Robert Bosch GmbH ein, da diese die BSH Hausgeräte GmbH im Berichtsjahr 2016 als Tochterunternehmen führt. Auch die inländischen Umsätze der Continental AG gehen im Berichtsjahr 2016 in die inländischen Umsätze der weiterhin im Kreis der 50 größten Industrieunternehmen vertretenen INA-Holding Schaeffler GmbH & Co. KG ein. Diese stellt seit dem Jahr 2016 einen Konzernabschluss auf, der die Continental AG einschließt. Die Johnson Controls-Gruppe Deutschland hat die Sparte für Autositze und Fahrzeuginnenräume in das eigenständige Unternehmen Adient ausgegliedert. In der Folge reichten weder die inländischen Umsätze der neuen Adient-Gruppe Deutschland noch diejenigen der Johnson Controls-Gruppe Deutschland aus, um in den Kreis der 50 größten Industrieunternehmen einzutreten bzw. in diesem zu verbleiben. Hewlett-Packard hat sich im Jahr 2015 in die Konzerne HP Inc. und Hewlett Packard Enterprise aufgespalten, sodass beide Konzerne im Berichtsjahr 2016 nicht zu den 50 größten Industrieunternehmen zählen.

**346.** In Tabelle II.6 werden die inländischen Umsätze der 50 größten Industrieunternehmen den weltweiten Umsätzen für die Jahre 2016 und 2014 gegenübergestellt. Etwa die Hälfte der 50 größten Industrieunternehmen hat ihren inländischen Umsatz erhöht. Bei den Unternehmen, die ihren inländischen Umsatz gegenüber dem Berichts-

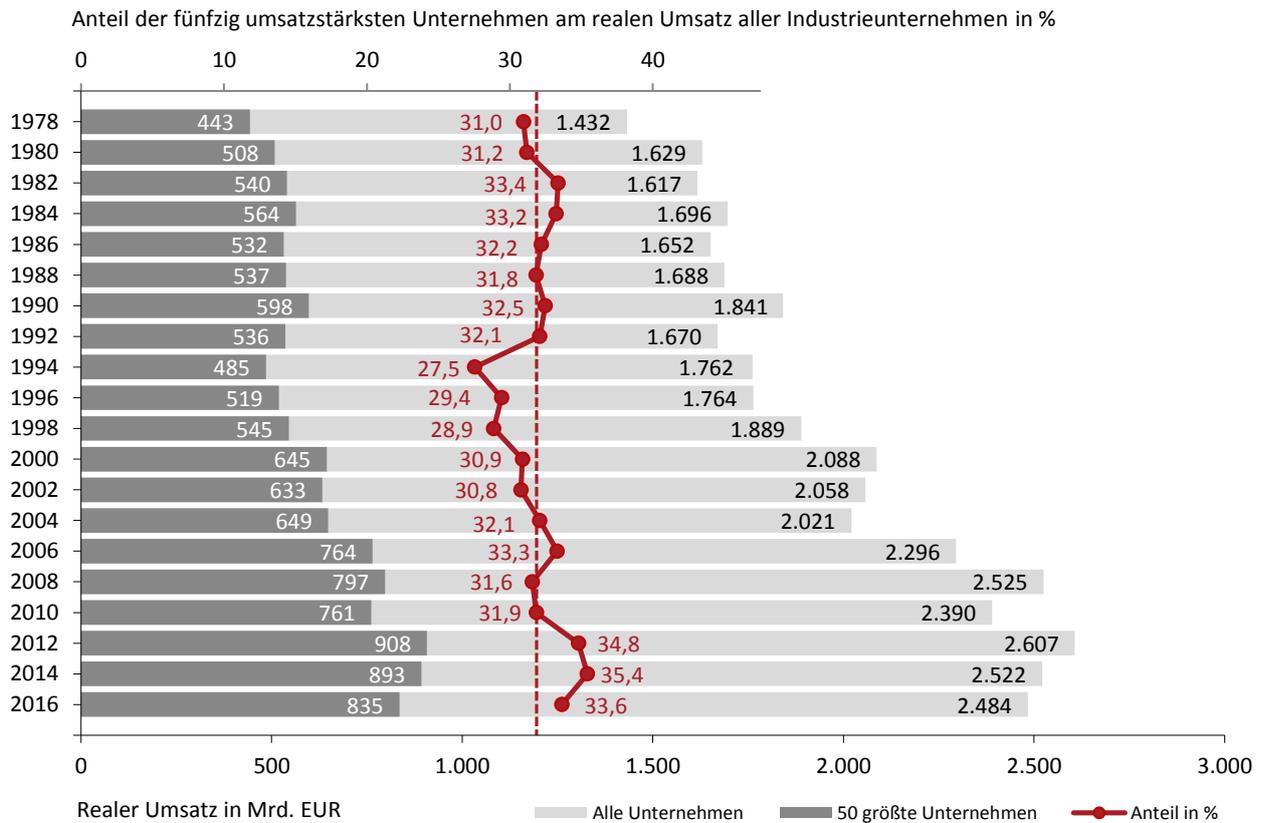
jahr 2014 verringert haben, ist dieser Rückgang in der überwiegenden Zahl der Fälle nicht durch eine Verlagerung von Geschäftsaktivitäten in das Ausland begründet. Bei lediglich fünf Unternehmen ging eine weltweite Steigerung des Umsatzes mit einem Rückgang der Umsätze der Gesellschaften im Inland einher.

**347.** Insgesamt haben die 50 größten Industrieunternehmen im Vergleich zum Berichtsjahr 2014 ihre inländischen Umsätze um 3,0 Prozent auf EUR 922,8 Mrd. im Berichtsjahr 2016 verringert. Preisbereinigt fiel der Rückgang noch deutlicher aus. Die realen Umsätze der 50 größten Industrieunternehmen betragen im Berichtsjahr 2016 EUR 835,2 Mrd. Um die Umsätze dieser Großunternehmen mit denjenigen aller Industrieunternehmen in Deutschland zu vergleichen, wird der preisbereinigte Gesamtumsatz aller Unternehmen des produzierenden Gewerbes verwendet.<sup>67</sup> Zwar ist auch diese Größe gegenüber dem Berichtsjahr 2014 auf EUR 2.484,3 Mrd. gesunken. Dieser Rückgang fiel mit 1,5 Prozent jedoch verhältnismäßig gering aus. Aus diesem Grund ist der Anteil der 50 größten Industrieunternehmen an den Umsätzen aller Industrieunternehmen gegenüber dem Berichtsjahr 2014 um 1,8 Prozentpunkte gesunken und beträgt im Berichtsjahr 2016 33,6 Prozent. Abbildung II.18 zeigt die Entwicklung des Anteils der 50 größten Industrieunternehmen am Umsatz aller Industrieunternehmen in Deutschland für die Berichtsjahre 1978 bis 2016. Der durchschnittliche Anteil der Großunternehmen am Umsatz aller Industrieunternehmen lag über alle Berichtsjahre hinweg bei 31,9 Prozent. Mit 33,6 Prozent liegt der Anteil im Berichtsjahr 2016 trotz des Rückgangs gegenüber dem Berichtsjahr 2014 weiterhin oberhalb des Durchschnitts.

---

<sup>67</sup> Als Grundlage dient die Umsatzsteuerstatistik des Statistischen Bundesamtes. Die Nominalwerte entsprechen der Summe der Umsatzerlöse der Wirtschaftsabschnitte B (Bergbau), C (verarbeitendes Gewerbe), D (Energieversorgung), E (Wasserversorgung, Abwasser- und Abfallentsorgung) sowie F (Baugewerbe). Diese wurden mithilfe des impliziten Preisindex der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung deflationiert (Vorjahrespreisbasis, Referenzjahr: 2010; Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage von Daten des Statistischen Bundesamtes, Fachserie 18 Reihe 1.5, S. 53, Rechenstand August 2017).

**Abbildung II.18: Entwicklung der inländischen Umsätze in der Industrie (1978–2016)**



Anm.: Die Angaben für die 50 größten Industrieunternehmen beziehen sich auf die inländischen Konzernbereiche. Als Vergleichsgröße dient der preisbereinigte Gesamtumsatz aller Unternehmen des produzierenden Gewerbes gemäß Umsatzsteuerstatistik des Statistischen Bundesamtes (Vorankündigungen). Die Nominalwerte entsprechen der Summe der Umsatzerlöse der Wirtschaftsabschnitte B (Bergbau), C (verarbeitendes Gewerbe), D (Energieversorgung), E (Wasserversorgung, Abwasser- und Abfallentsorgung) sowie F (Baugewerbe). Alle Umsätze wurden mithilfe des impliziten Preisindex der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung deflationiert (Vorjahrespreisbasis, Referenzjahr: 2010; Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage von Daten des Statistischen Bundesamtes, Fachserie 18 Reihe 1.5, S. 53, Rechenstand August 2017). Eine detaillierte Übersicht über die einzelnen Umsatzangaben, die jeweiligen Anteilswerte sowie die Veränderungsdaten ist in den Anlagen zu diesem Gutachten veröffentlicht.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage eigener Erhebungen sowie der Umsatzsteuerstatistik (Vorankündigungen) des Statistischen Bundesamtes

**Die zehn größten Handelsunternehmen**

**Tabelle II.7: Die nach Umsatz zehn größten Handelsunternehmen 2016 und 2014**

Jahr	Rang nach		Unternehmen <sup>1</sup>	Konsolidierter Umsatz der	
	Umsatz	Wertschöpfung		inländischen Gesellschaften <sup>2</sup>	Gesamtkonzerne
der inländischen Gesellschaften					
in Mio. EUR					
2016	1	23	EDEKA-Gruppe*	49.622	49.622
2014	1	25		46.542	46.542
2016	2	16	REWE-Gruppe	38.964	45.636
2014	2	17		37.204	51.106
2016	3	17	Schwarz-Gruppe*	34.000	90.200
2014	3	19		30.964	79.300

Jahr	Rang nach		Unternehmen <sup>1</sup>	Konzolidierter Umsatz der	
	Umsatz	Wertschöpfung		inländischen Gesell-	Gesamtkonzerne
	der inländischen Gesellschaften			schaften <sup>2</sup>	in Mio. EUR
2016	4	26	Aldi-Gruppe *	25.472	74.227
2014	5	28		24.849	65.857
2016	5	27	METRO AG	22.622	58.417
2014	4	21		25.478	63.035
2016	6	–	PHOENIX Pharmahandel	8.624	24.437
2014	–	–	GmbH & Co. KG	–	–
2016	7	43	Otto Group	8.349	12.512
2014	7	43		7.741	12.057
2016	8	–	Lekkerland AG & Co. KG	7.737	13.003
2014	8	–		7.443	11.985
2016	9	–	BayWa AG	6.522	15.410
2014	9	–		7.296	15.202
2016	10	–	Marquard & Bahls AG	6.434	10.104
2014	6	–		9.386	14.112
2016	–	–	Agravis Raiffeisen AG	–	–
2014	10	–		7.292	7.364

<sup>1</sup> Bei mit \* gekennzeichneten Unternehmen handelt es sich um Schätzwerte. Zusätzlich zu den zehn größten Handelsunternehmen im Berichtsjahr 2016 werden am Tabellenende auch diejenigen Unternehmen aufgeführt, die im Berichtsjahr 2014 noch unter den zehn größten Handelsunternehmen waren, im Berichtsjahr 2016 jedoch nicht weiter zu diesem Kreis zählen.

<sup>2</sup> Konsolidierte Umsätze der inländischen Konzerngesellschaften inklusive der Umsätze mit ausländischen verbundenen Unternehmen.

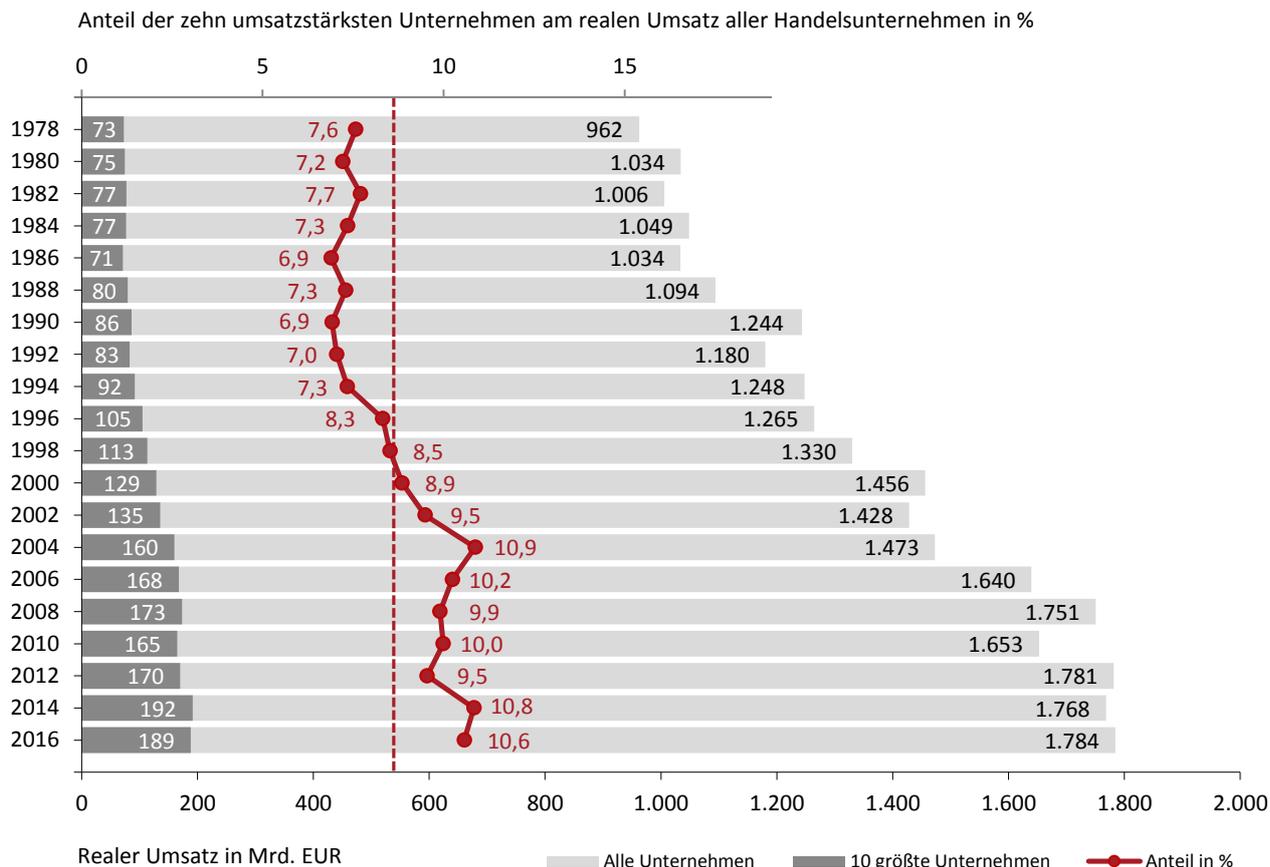
Quelle: eigene Erhebungen sowie veröffentlichte Geschäftsberichte. Die Umsatzerlöse der Aldi-, der EDEKA- und der Schwarz-Gruppe wurden den um die Umsatzsteuer korrigierten Angaben in den Veröffentlichungen des Datenanbieters TradeDimensions entnommen.

**348.** Gegenüber dem Berichtsjahr 2014 hat sich der Kreis der zehn größten Handelsunternehmen lediglich um ein Unternehmen verändert. Neu eingetreten ist die PHOENIX Pharmahandel GmbH & Co. KG (Rang 2016: 6). Ausgeschlossen ist die Agravis Raiffeisen AG, die sich im Berichtsjahr 2014 auf Rang 10 der größten Handelsunternehmen befand. Angeführt wird die Liste der größten Handelsunternehmen weiterhin durch die Lebensmitteleinzelhändler Die EDEKA-Gruppe (1), die REWE-Gruppe (2) und Schwarz-Gruppe (3); auf Rang 4 folgt im Berichtsjahr 2016 mit der Aldi-Gruppe ebenfalls ein Lebensmitteleinzelhandelsunternehmen.

**349.** Die zehn größten Handelsunternehmen haben ihren inländischen Gesamtumsatz gegenüber dem Berichtsjahr 2014 um 2,0 Prozent auf EUR 208,3 Mrd. erhöht. Preisbereinigt ist ihr Gesamtumsatz allerdings auf EUR 188,6 Mrd. gesunken. Da im selben Zeitraum die reale gesamtwirtschaftliche Vergleichsgröße um 0,9 Prozent auf EUR 1.784,1 Mrd. gestiegen ist, ist der Anteil der Großunternehmen am Umsatz aller Handelsunternehmen um

0,2 Prozentpunkte auf 10,6 Prozent gesunken.<sup>68</sup> Abbildung II.19 stellt die Entwicklung der preisbereinigten aggregierten inländischen Umsätze der zehn größten Handelsunternehmen, die realen Umsätze aller Handelsunternehmen in Deutschland sowie den Anteil der Großunternehmen an den realen Umsätzen im Handel seit Beginn der Berichterstattung im Jahr 1978 dar. Der durchschnittliche Anteil der Großunternehmen an den realen Umsätzen im Handel beträgt über alle Jahre hinweg 8,6 Prozent. Damit liegt der Anteil im Berichtsjahr 2016 2 Prozentpunkte über diesem Durchschnittswert.

**Abbildung II.19: Entwicklung der inländischen Umsätze im Handel (1978–2016)**



Anm.: Die Angaben für die zehn größten Handelsunternehmen beziehen sich auf die inländischen Konzernbereiche. Als Vergleichsgröße dient der preisbereinigte Gesamtumsatz aller Handelsunternehmen gemäß Umsatzsteuerstatistik des Statistischen Bundesamtes (Voranmeldungen). Die Nominalwerte entsprechen den Umsatzerlösen des Wirtschaftsabschnitts G (Handel; Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen). Alle Umsätze wurden mithilfe des impliziten Preisindex der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung deflationiert (Vorjahrespreisbasis, Referenzjahr: 2010; Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage von Daten des Statistischen Bundesamtes, Fachserie 18 Reihe 1.5, S. 53, Rechenstand August 2017). Eine detaillierte Übersicht über die einzelnen Umsatzangaben, die jeweiligen Anteilswerte sowie die Veränderungsdaten ist in den Anlagen zu diesem Gutachten veröffentlicht.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage eigener Erhebungen sowie der Umsatzsteuerstatistik (Voranmeldungen) des Statistischen Bundesamtes

<sup>68</sup> Als Grundlage dient die Umsatzsteuerstatistik des Statistischen Bundesamtes. Die Nominalwerte entsprechen den Umsatzerlösen des Wirtschaftsabschnitts G (Handel; Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen). Diese wurden mithilfe des impliziten Preisindex der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung deflationiert (Vorjahrespreisbasis, Referenzjahr: 2010; Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage von Daten des Statistischen Bundesamtes, Fachserie 18 Reihe 1.5, S. 53, Rechenstand August 2017).

## Die zehn größten Verkehrs- und Dienstleistungsunternehmen

**Tabelle II.8: Die nach Umsatz zehn größten Verkehrs- und Dienstleistungsunternehmen 2016 und 2014**

Jahr	Rang nach		Unternehmen	Konsolidierter Umsatz der	
	Umsatz	Wertschöpfung		inländischen Gesell-	Gesamtkonzern-
	der inländischen Gesellschaften			schaften	ne
in Mio. EUR					
2016	1	7	Deutsche Telekom AG	25.273	73.095
2014	1	5		25.742	62.658
2016	2	6	Deutsche Bahn AG	23.772	40.557
2014	2	6		23.464	39.728
2016	3	13	Deutsche Lufthansa AG	22.947	31.660
2014	3	13		22.009	30.011
2016	4	8	Deutsche Post AG	17.910	57.334
2014	4	8		17.367	56.630
2016	5	14	SAP SE	14.132	22.062
2014	6	14		10.197	17.560
2016	6	–	Vodafone-Gruppe Deutschland	11.487 <sup>S</sup>	47.631
2014	5	–		11.372 <sup>S</sup>	52.383
2016	7	37	Rethmann SE & Co. KG	7.609	12.663
2014	7	41		7.746	12.260
2016	8	–	Telefónica-Gruppe Deutschland	7.503	52.036
2014	9	–		5.522	50.377
2016	9	29	Bertelsmann SE & Co. KGaA	6.936	16.950
2014	8	29		6.931	16.675
2016	10	–	TUI AG	5.414	17.185
2014	10	–		5.146	18.715

<sup>1</sup> Konsolidierte Umsätze der inländischen Konzerngesellschaften inklusive der Umsätze mit ausländischen verbundenen Unternehmen. Mit <sup>S</sup> gekennzeichnete Angaben beziehen sich auf den Summenabschluss.

Quellen: eigene Erhebungen sowie veröffentlichte Geschäftsberichte

**350.** Der Kreis der zehn größten Verkehrs- und Dienstleistungsunternehmen hat sich gegenüber dem Berichtsjahr 2016 nicht verändert. Mit Ausnahme der ersten vier Ränge kam es allerdings zu geringfügigen Rangverschiebungen. Die Vodafone-Gruppe Deutschland hat im Berichtsjahr 2016 einen kleineren inländischen Umsatz erwirtschaftet als die SAP SE und ist daher im Berichtsjahr 2016 auf Rang 6 zurückgefallen (SAP: Rang 5). Der inländische Umsatz der Telefónica-Gruppe Deutschland ist aufgrund des Zusammenschlusses mit der E-Plus-Gruppe im Oktober 2014 deutlich angestiegen, sodass die Telefónica-Gruppe Deutschland im Berichtsjahr 2016 auf Rang 8 der größten Verkehrs- und Dienstleistungsunternehmen zu finden ist (Berichtsjahr 2014: Rang 9). Wie im Berichtsjahr 2014 sind auch im Berichtsjahr 2016 drei der zehn größten Verkehrs- und Dienstleistungsunternehmen nicht im

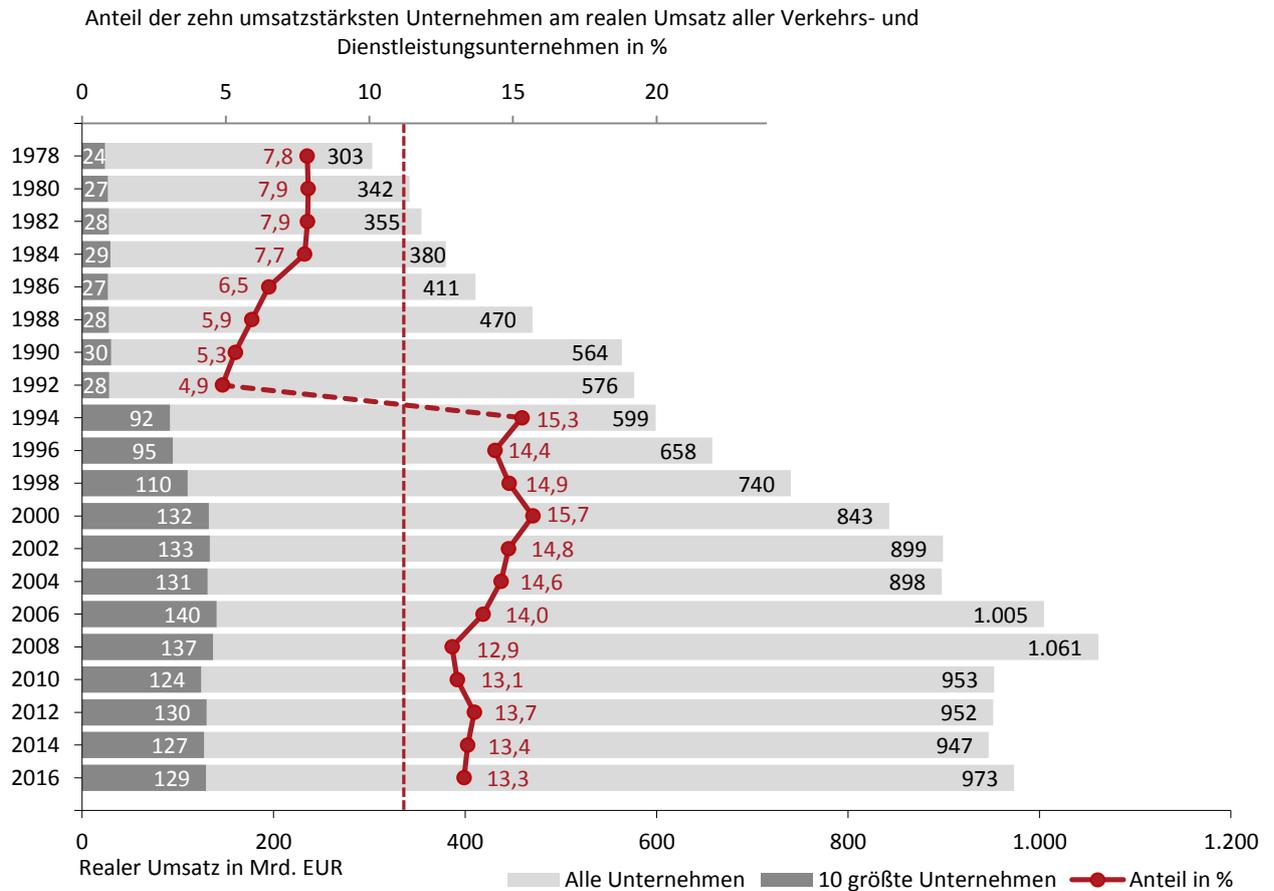
Kreis der „100 Größten“ vertreten: die Vodafone-Gruppe Deutschland, die Telefónica-Gruppe Deutschland und die TUI AG.

**351.** Insgesamt haben die zehn größten Verkehrs- und Dienstleistungsunternehmen ihre inländischen Umsatzerlöse um 5,5 Prozent auf etwa EUR 143 Mrd. erhöht. Dies entspricht im Berichtsjahr 2016 einem Anteil von 13,3 Prozent an der gesamtwirtschaftlichen Vergleichsgröße.<sup>69</sup> Während die zehn Großunternehmen ihre realen Umsatzerlöse um 1,8 Prozent steigern konnten, haben alle Verkehrs- und Dienstleistungsunternehmen ihre aggregierten realen Umsatzerlöse um 2,8 Prozent gesteigert. Gegenüber dem Berichtsjahr 2014 ist der Anteil der Großunternehmen an den inländischen Umsatzerlösen aller Verkehrs- und Dienstleistungsunternehmen daher um 0,1 Prozentpunkte auf 13,3 Prozent gesunken. Abbildung II.20 zeigt die Entwicklung des Anteils der Großunternehmen an der gesamtwirtschaftlichen Vergleichsgröße seit dem Berichtsjahr 1978. Im Berichtsjahr 2016 setzt sich der leicht rückläufige Trend fort. Zwar liegt der durchschnittliche Anteil der Großunternehmen an der gesamtwirtschaftlichen Vergleichsgröße über alle Berichtsjahre hinweg bei 11,2 Prozent und der Anteil des aktuellen Berichtsjahres damit 2,1 Prozentpunkte oberhalb dieses Werts. Werden jedoch ausschließlich die Berichtsjahre seit der erstmaligen Einbeziehung der ehemaligen Deutschen Bundespost sowie der Deutschen Bahn AG im Berichtsjahr 1994 betrachtet, liegt der durchschnittliche Anteil mit 14,2 Prozent 0,9 Prozentpunkte oberhalb des Anteils im Berichtsjahr 2016.

---

<sup>69</sup> Als Grundlage dient die Umsatzsteuerstatistik des Statistischen Bundesamtes. Der Nominalwert entspricht der Summe der Umsatzerlöse der Wirtschaftsabschnitte H (Verkehr und Lagerei), J (Information und Kommunikation), L (Grundstücks- und Wohnungswesen), M (Erbringung von freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Dienstleistungen), N (Erbringung von sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen), R (Kunst, Unterhaltung und Erholung) sowie S (Erbringung von sonstigen Dienstleistungen). Dieser wurde mithilfe des impliziten Preisindex der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung deflationiert (Vorjahrespreisbasis, Referenzjahr: 2010; Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage von Daten des Statistischen Bundesamtes, Fachserie 18 Reihe 1.5, S. 53, Rechenstand August 2017).

**Abbildung II.20: Entwicklung der inländischen Umsätze im Verkehrs- und Dienstleistungssektor (1978–2016)**



Anm.: Die Angaben für die zehn größten Verkehrs- und Dienstleistungsunternehmen beziehen sich auf die inländischen Konzernbereiche. Als Vergleichsgröße dient der preisbereinigte Gesamtumsatz aller Verkehrs- und Dienstleistungsunternehmen gemäß Umsatzsteuerstatistik des Statistischen Bundesamtes (Vorankündigungen). Die Nominalwerte entsprechen der Summe der Umsatzerlöse der Wirtschaftsabschnitte H (Verkehr und Lagerei), J (Information und Kommunikation), L (Grundstücks- und Wohnungswesen), M (Erbringung von freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Dienstleistungen), N (Erbringung von sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen), R (Kunst, Unterhaltung und Erholung) sowie S (Erbringung von sonstigen Dienstleistungen). Alle Umsätze wurden mithilfe des impliziten Preisindex der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung deflationiert (Vorjahrespreisbasis, Referenzjahr: 2010; Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage von Daten des Statistischen Bundesamtes, Fachserie 18 Reihe 1.5, S. 53, Rechenstand August 2017). Eine detaillierte Übersicht über die einzelnen Umsatzangaben, die jeweiligen Anteilswerte sowie die Veränderungsrate ist in den Anlagen zu diesem Gutachten veröffentlicht. Die außergewöhnliche Umsatzsteigerung der zehn größten Verkehrs- und Dienstleistungsunternehmen zwischen 1992 und 1994 ist auf die erstmalige Einbeziehung der Unternehmen der ehemaligen Deutschen Bundespost sowie der Deutschen Bahn AG in die Untersuchung zurückzuführen.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage eigener Erhebungen sowie der Umsatzsteuerstatistik (Vorankündigungen) des Statistischen Bundesamtes

## Die zehn größten Kreditinstitute

**Tabelle II.9: Die nach Bilanzsumme zehn größten Kreditinstitute 2016 und 2014**

Jahr	Rang nach		Unternehmen	Konsolidierte Bilanzsumme der	
	Bilanzsumme	Wertschöpfung		inländischen Gesell- schaften	Gesamtkonzerne
	der inländischen Konzern- gesellschaften			in Mrd. EUR	
2016	1	22	Deutsche Bank AG	899	1.591
2014	1	10		984	1.709
2016	2	34	KfW Bankengruppe	507	507
2014	3	35		489	489
2016	3	46	DZ Bank AG	455	509
2014	4	39		362	403
2016	4	11	Commerzbank AG	438	480
2014	2	23		513	558
2016	5	62	Landesbank Baden- Württemberg	214	244
2014	5	55		234	266
2016	6	63	Bayerische Landesbank	208	212
2014	6	62		232	232
2016	7	45	UniCredit-Gruppe Deutschland	206	860
2014	7	40		197	844
2016	8	60	Norddeutsche Landesbank	161	175
2014	9	92	Girozentrale	159	198
2016	9	–	Landesbank Hessen-Thüringen	152	165
2014	8	–	Girozentrale	166	179
2016	10	–	NRW.BANK	142	142
2014	10	–		144	144

Quelle: eigene Erhebungen sowie veröffentlichte Geschäftsberichte

**352.** Gegenüber dem Berichtsjahr 2014 hat sich der Kreis der zehn größten Kreditinstitute nicht verändert. Allerdings kam es zu geringfügigen Rangverschiebungen. So hat die Commerzbank AG im Gegensatz zur KfW Bankengruppe und der DZ Bank AG die Bilanzsumme ihrer Gesellschaften im Inland reduziert und rangiert im Berichtsjahr 2016 mit einer Bilanzsumme von EUR 438 Mrd. hinter der Deutschen Bank AG (1), der KfW Bankengruppe (2) und der DZ Bank AG (3) auf Rang 4 (Rang 2016 in Klammern). Auch die Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale hat die Bilanzsumme ihrer Gesellschaften im Inland reduziert, sodass sie im Vergleich zum Berichtsjahr 2014 um einen Rang auf Rang 9 zurückgefallen ist.

**353.** Die aggregierte konsolidierte Bilanzsumme der zehn größten Kreditinstitute in Deutschland beträgt im Berichtsjahr 2016 EUR 3.384 Mrd. und hat sich somit gegenüber dem Berichtsjahr 2014 nur geringfügig verringert

(Berichtsjahr 2014: EUR 3.481 Mrd.). Um diese Größe in Bezug zu einer gesamtwirtschaftlichen Vergleichsgröße zu setzen, wird die Statistik der Deutschen Bundesbank zur Bilanzsumme aller Kreditinstitute einschließlich ausländischer Filialen herangezogen.<sup>70</sup> Die Deutsche Bundesbank stützt sich bei ihren Erhebungen zur Ermittlung der Bilanzsummen auf die Einzelabschlüsse der Kreditinstitute. Aus diesem Grund werden zur Ermittlung des Anteils der zehn größten Kreditinstitute die unkonsolidierten Bilanzsummen dieser Kreditinstitute verwendet. Beide Größen werden zudem preisbereinigt.<sup>71</sup> Die reale unkonsolidierte Bilanzsumme der zehn größten Kreditinstitute ist gegenüber dem Berichtsjahr 2016 um 5,8 Prozent auf EUR 4.033 Mrd. gesunken. Da der Rückgang der realen Bilanzsumme aller Kreditinstitute im selben Zeitraum mit 5,1 Prozent auf EUR 7.649 Mrd. geringer ausfiel, ist der Anteil der zehn größten Kreditinstitute an der Bilanzsumme aller Kreditinstitute um 0,4 Prozentpunkte auf 52,7 Prozent gesunken.

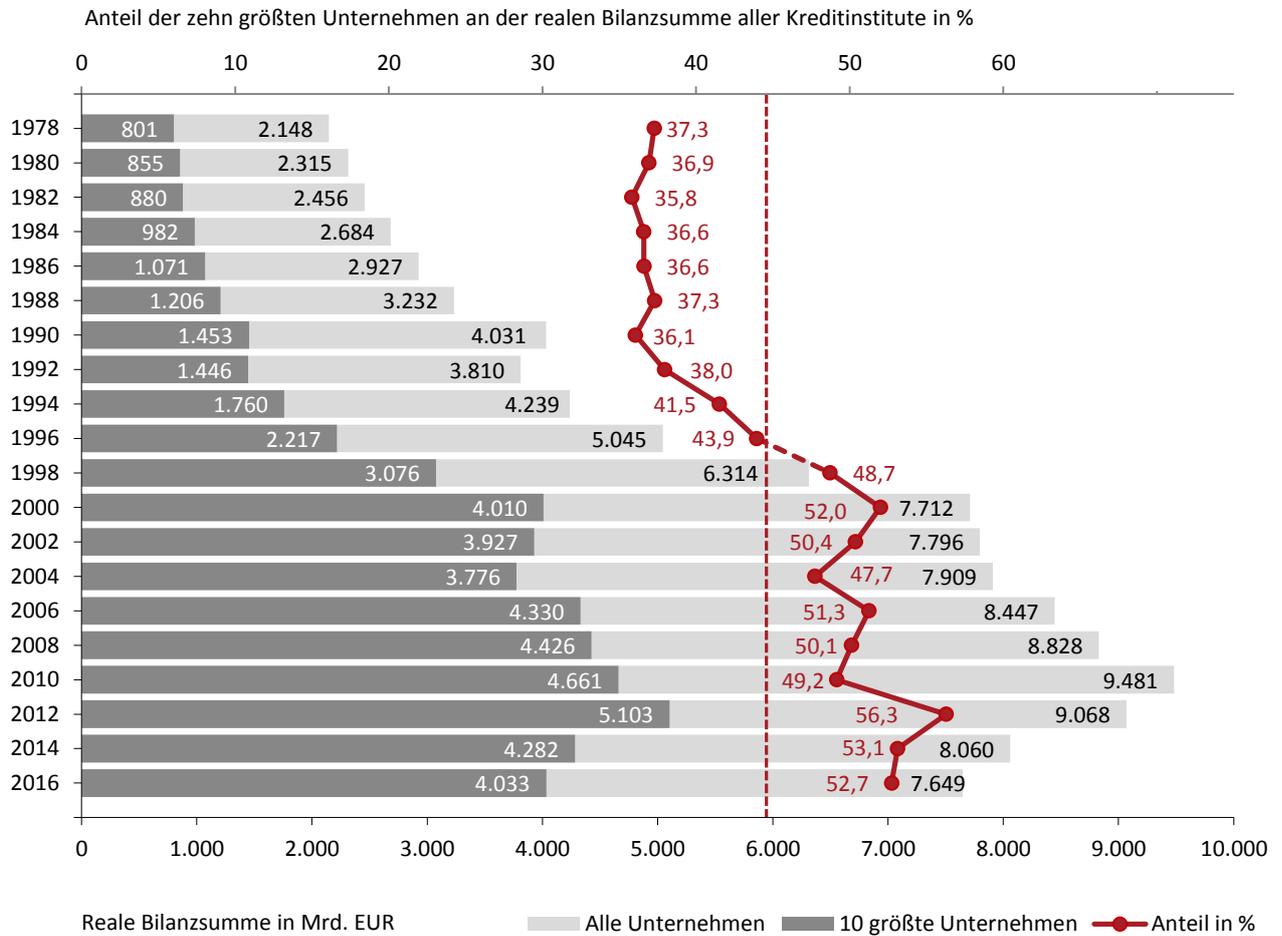
**354.** Abbildung II.21 zeigt die Entwicklung des Anteils der zehn größten Kreditinstitute an der Bilanzsumme aller Kreditinstitute. Im Berichtsjahr 2016 liegt der Anteil deutlich oberhalb des durchschnittlichen Anteils von 44,6 Prozent. Werden ausschließlich die Berichtsjahre seit dem Jahr 1998 betrachtet, in dem erstmalig die unkonsolidierte Bilanzsumme der zehn größten Kreditinstitute verwendet wurde, beträgt der durchschnittliche Anteil dieser Kreditinstitute an der Bilanzsumme aller Kreditinstitute 51,2 Prozent. Der Anteil im Berichtsjahr 2016 liegt, trotz des Rückgangs gegenüber dem Berichtsjahr 2014, noch 1,5 Prozentpunkte oberhalb dieses Wertes.

---

<sup>70</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Bankenstatistik, Statistisches Beiheft 1 zum Monatsbericht, Januar 2018, S. 106.

<sup>71</sup> Die unkonsolidierte Bilanzsumme der zehn größten Kreditinstitute in Deutschland sowie diejenige aller Kreditinstitute wurde mithilfe des impliziten Preisindex der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung deflationiert (Vorjahrespreisbasis, Referenzjahr: 2010; Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage von Daten des Statistischen Bundesamtes, Fachserie 18 Reihe 1.5, S. 53, Rechenstand August 2017).

**Abbildung II.21: Entwicklung der Bilanzsummen im Kreditgewerbe (1978–2016)**



Anm.: Bei der Bilanzsumme der zehn größten sowie derjenigen aller Kreditinstitute handelt es sich um preisbereinigte Größen. Die nominalen Werte wurden mithilfe des impliziten Preisindex der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung deflationiert (Vorjahrespreisbasis, Referenzjahr: 2010; Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage von Daten des Statistischen Bundesamtes, Fachserie 18 Reihe 1.5, S. 53, Rechenstand August 2017). Bis einschließlich 1996 ist in der Abbildung die preisbereinigte konsolidierte Bilanzsumme der zehn größten Kreditinstitute dargestellt. Ab 1998 handelt es sich um die preisbereinigte unkonsolidierte Bilanzsumme. Eine detaillierte Übersicht über die einzelnen Angaben zur Bilanzsumme, die jeweiligen Anteilswerte sowie die Veränderungsdaten ist in den Anlagen zu diesem Gutachten veröffentlicht.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage eigener Erhebungen sowie der Bankenstatistik der Deutschen Bundesbank (Statistisches Beiheft 1 zum Monatsbericht, Januar 2018, S. 106)

## Die zehn größten Versicherungsunternehmen

**Tabelle II.10: Die nach Beitragseinnahmen zehn größten Versicherungsunternehmen 2016 und 2014**

Jahr	Rang nach		Unternehmen	Konsolidierte Beitragseinnahmen der	
	Beitragseinnahmen	Wertschöpfung		inländischen Gesellschaften	Gesamtkonzern
der inländischen Konzerngesellschaften				in Mio. EUR	
2016	1	31	Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG	35.443	48.851
2014	1	31		35.280	48.848
2016	2	21	Allianz SE	27.350	76.331
2014	2	27		28.157	73.883
2016	3	–	Generali-Gruppe Deutschland	15.924	67.176
2014	3	–		13.659	70.430
2016	4	–	DZ Bank AG (R+V Versicherung AG)	12.829	14.767
2014	4	–		12.031	14.040
2016	5	61	AXA-Gruppe Deutschland	10.395	94.220
2014	5	–		10.162	86.267
2016	6	98	Debeka-Gruppe	9.792	9.782
2014	6	69		9.830	9.830
2016	7	64	HDI Haftpflichtverband der Deutschen Industrie V. a. G.	8.793	31.107
2014	7	75		9.335	28.995
2016	8	–	Versicherungskammer Bayern VöR	7.799	7.825
2014	8	–		7.267	7.267
2016	9	88	HUK-COBURG	6.928	6.928
2014	9	90		6.321	6.321
2016	10	–	Zurich Insurance-Gruppe Deutschland	6.047 <sup>u</sup>	43.551
2014	10	–		6.241	39.192

<sup>u</sup> Unkonsolidierte Beitragseinnahmen der inländischen Gesellschaften.

Quelle: eigene Erhebungen sowie veröffentlichte Geschäftsberichte

**355.** Tabelle II.10 führt die zehn größten Versicherungsunternehmen mit den konsolidierten Beitragseinnahmen ihrer inländischen Gesellschaften im Berichtsjahr 2016 auf. Der Kreis der zehn größten Versicherungsunternehmen hat sich gegenüber dem Berichtsjahr 2014 nicht verändert. Auch zu Rangverschiebungen innerhalb dieser zehn Unternehmen kam es nicht. Die aggregierten konsolidierten Beitragseinnahmen dieser Unternehmen sind gegenüber dem Berichtsjahr 2014 um 2,2 Prozent auf 141,3 Mrd. Euro gestiegen.

**356.** Um einen Bezug zum gesamten Versicherungsgewerbe in Deutschland herzustellen, wird auf die Statistik der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zum Beitragsvolumen aller Versicherungsunternehmen zurückge-

griffen.<sup>72</sup> Da die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht das Beitragsvolumen aller Versicherungsunternehmen auf der Grundlage von Einzelabschlussdaten ermittelt, wird für die Gegenüberstellung der zehn größten Versicherungsunternehmen mit der gesamtwirtschaftlichen Vergleichsgröße die Summe der unkonsolidierten Beitragseinnahmen dieser Unternehmen verwendet. Zudem werden die genannten Größen um Preisentwicklungen bereinigt.<sup>73</sup> Im Berichtsjahr 2016 betrug das preisbereinigte unkonsolidierte Beitragsvolumen der zehn größten Versicherungsunternehmen EUR 143,3 Mrd. und ist damit gegenüber dem Berichtsjahr 2014 um 1,8 Prozent gestiegen. Das preisbereinigte Beitragsvolumen aller Versicherungsunternehmen ist im selben Zeitraum um lediglich 0,3 Prozent gestiegen, sodass sich der Anteil der zehn größten Versicherungsunternehmen um 0,9 Prozentpunkte auf 59,5 Prozent erhöht hat.

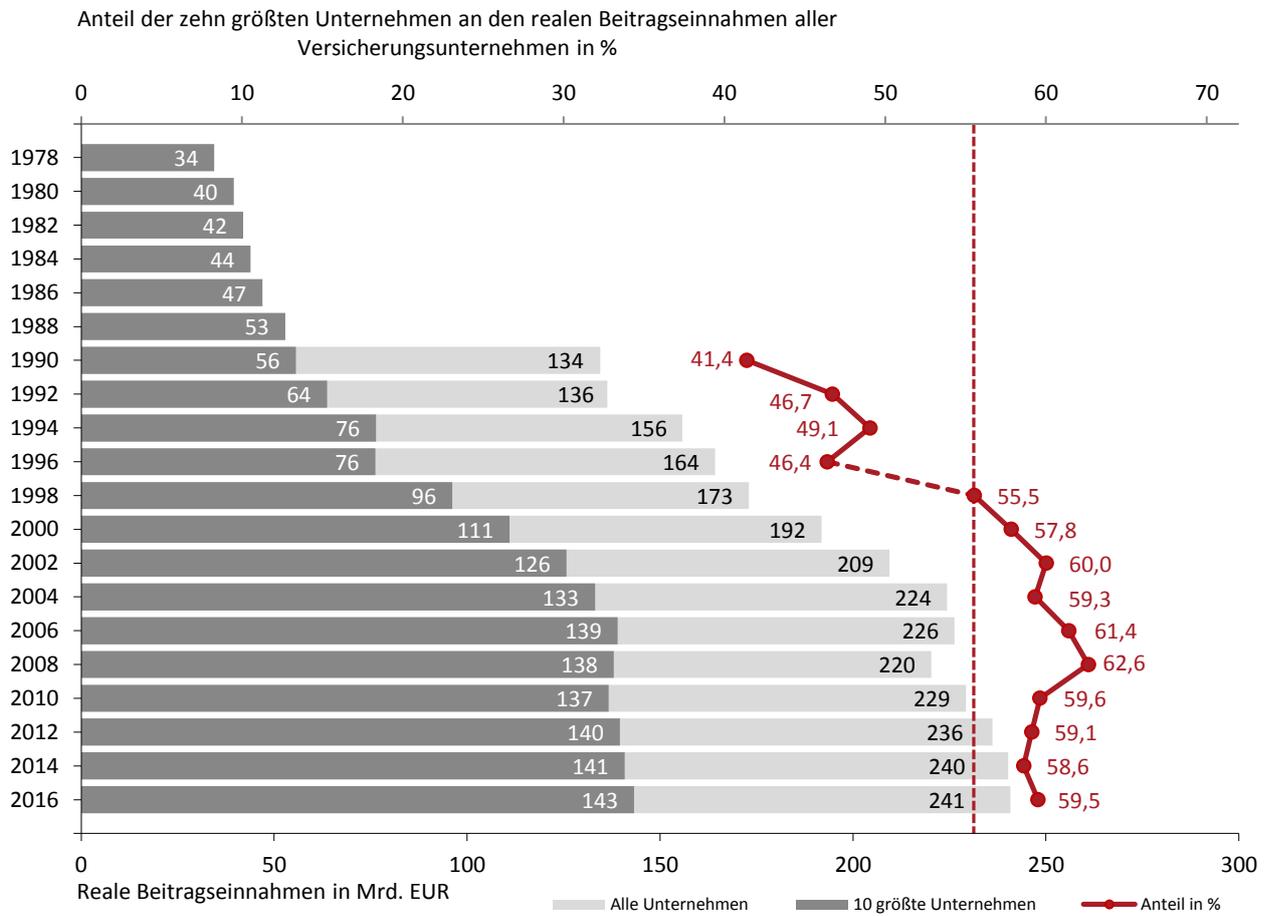
**357.** Abbildung II.22 stellt die Entwicklung des Anteils der zehn größten Versicherungsunternehmen am Beitragsvolumen aller Versicherungsunternehmen in Deutschland seit dem Jahr 1978 dar. Während seit dem Berichtsjahr 2008 ein Rückgang des Anteils der zehn größten Versicherungsunternehmen zu beobachten war, ist er im aktuellen Berichtszeitraum auf 59,5 Prozent gestiegen und liegt damit 4 Prozentpunkte oberhalb des durchschnittlichen Anteils von 55,5 Prozent, wenn der Zeitraum seit dem Jahr 1990 betrachtet wird. Wird ausschließlich der Zeitraum seit Beginn der Verwendung der unkonsolidierten Beitragseinnahmen der zehn größten Versicherungsunternehmen betrachtet, liegt ihr durchschnittlicher Anteil an der gesamtwirtschaftlichen Vergleichsgröße bei 59,4 Prozent. Der Wert für das Berichtsjahr 2016 übertrifft diesen Wert um lediglich 0,1 Prozentpunkte.

---

<sup>72</sup> Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Statistik der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – Erstversicherungsunternehmen und Pensionsfonds – 2016, S. 9.

<sup>73</sup> Die unkonsolidierten Beitragseinnahmen in jeweiligen Preisen wurden mit Hilfe des impliziten Preisindex der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung deflationiert (Vorjahrespreisbasis, Referenzjahr: 2010; Quelle: Eigene Berechnungen auf der Grundlage von Daten des Statistischen Bundesamtes, Fachserie 18 Reihe 1.5, S. 53, Rechenstand August 2017).

**Abbildung II.22: Entwicklung der Beitragseinnahmen im Versicherungsgewerbe (1978–2016)**



Anm.: Ab 1995 sind in der Abbildung die unkonsolidierten Beitragseinnahmen der zehn größten Versicherungskonzerne dargestellt. Bis einschließlich 1996 wurde der Anteil anhand der konsolidierten Beitragseinnahmen der zehn größten Versicherungskonzerne ermittelt. Alle Größen wurden mithilfe des impliziten Preisindex der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung deflationiert (Vorjahrespreisbasis, Referenzjahr: 2010; Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage von Daten des Statistischen Bundesamtes, Fachserie 18 Reihe 1.5, S. 53, Rechenstand August 2017). Ausführliche Angaben zu den Beitragseinnahmen, den jeweiligen Anteilswerten sowie den Veränderungsdaten sind in den Anlagen zu diesem Gutachten veröffentlicht.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage eigener Erhebungen sowie der Statistik der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Statistik der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – Erstversicherungsunternehmen und Pensionsfonds – 2016, S. 9)

### 3 Entwicklung von Marktmachtindikatoren in Deutschland und Europa

#### 3.1 Einleitung

**358.** Der vorliegende Berichtsteil ergänzt die von der Monopolkommission traditionell durchgeführte Untersuchung der 100 größten Unternehmen in Deutschland im Rahmen ihres gesetzlichen Auftrags zur Konzentrationsberichterstattung nach § 44 Abs. 1 Satz 1 GWB. In der internationalen wirtschaftswissenschaftlichen und wettbewerbspolitischen Debatte hat die Konzentration wirtschaftlicher Aktivität im Berichtszeitraum deutlich an Aufmerksamkeit gewonnen.<sup>74</sup> Grund hierfür ist vor allem eine in den USA kontrovers geführte Diskussion über einen möglichen sektorübergreifenden Anstieg der dortigen Unternehmenskonzentration und einen entsprechenden wettbewerbspolitischen Handlungsbedarf.<sup>75</sup> Empirische Untersuchungen der Unternehmenskonzentration in den USA ergeben beispielsweise, dass sich die Anzahl börsennotierter Unternehmen über die letzten zwei Jahrzehnte halbiert hat und dass die Unternehmenskonzentration seit 2000 in 75 Prozent aller Wirtschaftsbereiche angestiegen ist.<sup>76</sup> Darüber hinaus werden Ergebnisse zu ansteigenden Unternehmensgewinnen als Hinweis darauf gewertet, dass sich auch die durchschnittliche Marktmacht von Unternehmen in den USA deutlich erhöht hat.<sup>77</sup> Wettbewerbsliche Bedenken äußerte auch der Sachverständigenrat für Wirtschaftsfragen des Präsidenten der USA in einer Stellungnahme im April 2016 und forderte ein Überdenken der aktuellen Wettbewerbspolitik.<sup>78</sup> Diesen Bedenken folgend, erließ der Präsident eine Verordnung, in welcher die zuständigen Behörden zur Erarbeitung von Vorschlägen für einen effektiveren Wettbewerbsschutz aufgefordert wurden.<sup>79</sup>

**359.** Während zu Zeiten der Finanz- und Wirtschaftskrise und in deren unmittelbaren Nachgang aus der Sicht der Monopolkommission keine Notwendigkeit zur Untersuchung eines branchenübergreifenden Anstiegs der Unternehmenskonzentration in Deutschland bestand, so haben sich die strukturellen Rahmenbedingungen nach einer Erholungsphase der deutschen Wirtschaft aus einer Marktstrukturperspektive möglicherweise verändert. Grund hierfür ist, dass es auf Märkten nach einer Rezession zu unternehmensdemografischen Restrukturierungsprozessen kommen kann.<sup>80</sup> Anders ausgedrückt ist anzunehmen, dass weniger wettbewerbsfähige Anbieter in einer Rezession leichter aus Märkten ausscheiden, weil sie einen Nachfragerückgang und verschlechterte Finanzierungsmöglichkeiten nicht kompensieren können. Dies könnte in der Folge einen Anstieg der Unternehmenskonzentration auf diesen Märkten nach sich ziehen, welche sich zwar einerseits negativ auf den Wettbewerb auswirken könnte, jedoch andererseits auch die Begleiterscheinung einer insgesamt effizienteren Produktion sein könnte.

**360.** Die Konzentration wirtschaftlicher Aktivität kann für eine Volkswirtschaft von großem Vorteil sein, solange der Wettbewerb nicht außer Kraft gesetzt wird. Rückschlüsse von der Konzentration eines Marktes auf die tatsächliche Wettbewerbsintensität in diesem sind nicht möglich, da auch – und mitunter gerade – wenige große Anbieter in intensivem Wettbewerb miteinander stehen können. So kann beispielsweise die umfassende Nutzung von Skalen- und Verbundvorteilen eine effizientere Produktion ermöglichen, welche auf der Kundenseite für niedrigere Preise sorgen und die internationale Wettbewerbsfähigkeit sicherstellen kann. In diesem Zusammenhang kommt

<sup>74</sup> Bspw. führte die OECD im Juni dieses Jahres eine Anhörung zum Thema internationale Konzentrations- und Marktmachtentwicklung durch. Vgl. OECD, Market Concentration, Issues Paper by the Secretariat, DAF/COMP/WD(2018)46, 20. April 2018.

<sup>75</sup> Stiglitz, J. E., The new era of monopoly is here, The Guardian, 13. Mai 2016; Ohlhausen, M. K., Does the U.S. Economy Lack Competition, And If So What To Do About It?, Speech at Hogan Lovells, Hongkong, 1. Juni 2016; The Economist, The rise of the superstars, Special Report, 17. September 2016, S. 3–16; The Economist, Too much of a good thing, 26. März 2016, S. 21–24.

<sup>76</sup> Grullon, G./Larkin, Y./Michaely, R., Are US Industries Becoming More Concentrated?, Working Paper, Oktober 2016.

<sup>77</sup> The Economist, The rise of the superstars, a. a. O.; The Economist, Too much of a good thing, a. a. O.; De Loecker, J./Eeckhout, J.: The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications, NBER Working Paper, Nr. 23687, 2017.

<sup>78</sup> Council of Economic Advisers, Benefits of Competition and Indicators of Market Power, CEA Issue Brief, April 2016.

<sup>79</sup> Executive Order Nr. 13725 vom 15. April 2016.

<sup>80</sup> Duval, R./Hong, G. H./Timmer, Y., Financial Frictions and the Great Productivity Slowdown, IMF Working Paper, Nr. 17/129, Mai 2017; Foster, L./Grim, C./Haltiwanger, J., Reallocation in the Great Recession: Cleansing or Not?, Journal of Labor Economics, 34(1), 2016, S. 293–331.

auch der Bestreitbarkeit von Märkten eine wesentliche Rolle zu, denn sogar ein Monopolist könnte durch hinreichenden potenziellen Wettbewerb ein wettbewerbliches Marktergebnis hervorbringen.<sup>81</sup> Zudem können ressourcenintensive Forschungs- und Entwicklungsprogramme unter Umständen leichter von investitionsstarken Großunternehmen finanziert werden, womit diesen eine tragende Rolle für die Innovativität einer Volkswirtschaft zukommt.

**361.** Nichtsdestotrotz bedürfen hoch konzentrierte Märkte aus einer wettbewerbspolitischen Perspektive besonderer Aufmerksamkeit. Grund hierfür ist, dass das Risikopotenzial für Wettbewerbsbeeinträchtigungen in derartigen Märkten in der Regel ebenfalls hoch ist. Zum einen wird durch eine abnehmende Anzahl von Anbietern in einem Markt ein koordiniertes Verhalten dadurch erleichtert, dass sowohl die Anzahl der Abstimmungspartner abnimmt als auch die Transparenz im Markt insgesamt steigt. Im Fall eines abgestimmten Verhaltens steigt hierdurch auch die Möglichkeit, abweichendes Verhalten einzelner Kartellanten zu identifizieren und zu sanktionieren. Zum anderen sind die Marktzutrittschürden in hoch konzentrierten Märkten in der Regel ebenfalls hoch, was den Wettbewerbsdruck auf potenzielle neue Konkurrenten verringert. Hierdurch wird der Verhaltensspielraum der Anbieter im Markt erweitert, welche dadurch beispielsweise höhere Preise für ihre Produkte nehmen könnten, die nicht durch ihren Produktionsaufwand gerechtfertigt wären. Marktzutrittschürden können zum Beispiel in Form hoher Skaleneffekte oder hoher Fixkosten für Entwicklung, Produktion oder Werbung bestehen. Darüber hinaus können Innovationsimpulse ausbleiben, wenn jungen innovativen Unternehmen der Marktzutritt erschwert wird.

**362.** Aber auch aus einer makroökonomischen Perspektive bergen hoch konzentrierte Märkte ein Risikopotenzial. Dies gilt vor allem dann, wenn Märkten ein hohes gesamtwirtschaftliches Gewicht zukommt. Grund hierfür ist eine dann bestehende Abhängigkeit aggregierter volkswirtschaftlicher Größen, wie etwa des Bruttoinlandsproduktes, des Außenhandelsbeitrags oder der Arbeitslosenquote, von einigen wenigen Unternehmen.<sup>82</sup>

**363.** Einen zusätzlichen Risikofaktor einer gesamtwirtschaftlichen oder marktbezogenen Konzentration wirtschaftlicher Aktivität stellen die daraus erwachsenden Möglichkeiten zur politischen Einflussnahme für individuelle Marktteilnehmer dar. Weder eine formale noch eine informale Beteiligung von Privatwirtschaftsvertretern an wirtschaftspolitischen Entscheidungsprozessen ist grundsätzlich als problematisch zu bewerten. Aus wettbewerbspolitischer Sicht kann sich dies jedoch anders darstellen, wenn politischer Einfluss zum Beispiel von etablierten Anbietern zum Aufbau oder Erhalt von Marktzutrittsschranken genutzt wird.<sup>83</sup>

**364.** Zusammenfassend gilt, dass die Unternehmenskonzentration von entscheidender wettbewerblicher Relevanz sein kann, sowohl bezogen auf die aggregierte Konzentration wirtschaftlicher Aktivität im Sinne konglomerater Unternehmensgruppen – wie bereits im Rahmen der Berichterstattung zu den 100 größten Unternehmen erläutert – als auch bezogen auf sachlich und räumlich relevante Märkte. Zur Analyse der Übertragbarkeit der Beobachtung einer gesamtwirtschaftlichen Zunahme von Unternehmenskonzentration und Marktmacht in den USA auf Deutschland und Europa werden deshalb im Folgenden unter anderem konzentrationsstatistische Kennzahlen der amtlichen Statistik ausgewertet.<sup>84</sup> Wesentlich bedeutsamer für die Beurteilung der vorherrschenden Wettbewerbssituation und dafür, ob durch eine konzentrierte Marktstruktur über ein wettbewerbliches Risiko hinaus wettbewerbsbeeinträchtigende Effekte tatsächlich eintreten, ist allerdings die Betrachtung der Marktergebnisse. Aus diesem Grund werden Indikatoren zur Entwicklung der Marktmacht berechnet und analysiert, welche sich an Unternehmensgewinnen orientieren. Letztere werden ebenfalls für andere europäische Länder berechnet, um einen Vergleich mit den Ergebnissen für Deutschland zu ermöglichen. Ziel der nachfolgenden empirischen

<sup>81</sup> Baumol, W. J., Contestable Markets: An Uprising in the Theory of Industry Structure, *American Economic Review*, 72(1), 1982, S. 1–15.

<sup>82</sup> Vgl. hierzu Tz. 283 sowie Tz. 371.

<sup>83</sup> Vgl. hierzu Tz. 282.

<sup>84</sup> Seit der Modernisierung ihrer Konzentrationsberichterstattung sieht die Monopolkommission von einer regelmäßigen Berichterstattung zu umsatzbasierten konzentrationsstatistischen Kennzahlen der amtlichen Statistik ab. Grund hierfür ist die mangelnde Aussagekraft bezüglich der vorherrschenden Wettbewerbsintensität auf einzelnen Märkten (Monopolkommission, XVIII. Hauptgutachten, Mehr Wettbewerb, wenig Ausnahmen, Baden-Baden 2010, Tz. 89ff. und Gliederungspunkt 3.4.1 in diesem Gutachten).

Analysen ist die Evaluierung der Hypothese einer durchschnittlichen Zunahme von Unternehmenskonzentration und Marktmacht aus einer gesamtwirtschaftlichen Perspektive. Die Ergebnisse lassen daher weder konkrete Rückschlüsse auf die Wettbewerbsintensität in sachlich und räumlich relevanten Märkten zu, noch können daraus wettbewerbspolitische Empfehlungen für einzelne Märkte abgeleitet werden. Folglich ist die nachfolgende Untersuchung als Komplement zu sektorspezifischen Analysen zu verstehen.

### 3.2 Ursachen zunehmender sektorübergreifender Marktmacht

**365.** Die Ursachen für das Entstehen, die Festigung oder den Ausbau der Marktmacht einzelner Unternehmen können vielfältig sein. Grundsätzlich wird unternehmerischem Handeln in einer Marktwirtschaft ein Streben nach Agglomeration wirtschaftlicher Tätigkeit und nach der Umgehung intensiven Wettbewerbs zugestanden. Dies entspricht dem ökonomischen Prinzip der Gewinnmaximierung und sorgt für Produktivitätswachstum und Innovationen. Größen- und Verbundvorteile bei der Produktion von Gütern und Dienstleistungen sowie Wettbewerbsvorteile durch innovative Produkte und Produktionsprozesse sind hierfür wesentliche Gründe. Diese Bestimmungsgründe der Wettbewerbsintensität sind keinesfalls neu, allerdings könnte deren Bedeutung in den letzten Jahren zugenommen haben. So kommt Größen- und Verbundvorteilen insbesondere vor dem Hintergrund globalisierter Märkte und internationaler Konkurrenz eine entscheidende Rolle zu. Zu beobachten ist in diesem Zusammenhang auch das Verfolgen externer Wachstumsstrategien in Form von Fusionen und Übernahmen. So konnte bspw. zwischen 2011 und Anfang 2017 ein durchschnittlicher Aufwärtstrend für Fusionen und Übernahmen unter Beteiligung deutscher Unternehmen beobachtet werden.<sup>85</sup> Bezüglich der Innovativität wurden kürzlich Hinweise darauf gefunden, dass sich international eine anzahlmäßig kleine Gruppe von Unternehmen im Hinblick auf Innovativität und Produktivität immer weiter von anderen Unternehmen absetzt. Dies wird vor allem auf eine sich verschlechternde Technologiediffusion zurückgeführt.<sup>86</sup> Auch speziell in Deutschland sind über die vergangenen Jahrzehnte einerseits ansteigende Gesamtausgaben für Forschung und Entwicklung, andererseits jedoch eine abnehmende Anzahl von Unternehmen zu beobachten, die in Forschung und Entwicklung investieren.<sup>87</sup>

**366.** Weiterhin könnte auch ein Vollzugsdefizit der Wettbewerbsbehörden ursächlich für einen sektorübergreifenden Marktmachanstieg sein. Insbesondere auf europäischer Ebene wird von Wettbewerbsexperten teilweise ein unzureichender Vollzug der Fusionskontrollverordnung durch die Europäische Kommission kritisiert.<sup>88</sup> Im Rahmen eines solchen Vollzugsdefizits würden zu wenige wettbewerblich problematische Zusammenschlüsse untersagt und/oder komme man bei der Formulierung von Bedingungen und Auflagen den Zusammenschlussbeteiligten zu sehr entgegen. In diesem Zusammenhang deuten einige Untersuchungen in der Tat darauf hin, dass wettbewerbsbeeinträchtigende Fälle von der Europäischen Kommission genehmigt wurden bzw. die ausgehandelten Bedingungen und Auflagen unzureichend waren.<sup>89</sup> Aktuelle Untersuchungen ergeben jedoch zumindest keinen systemati-

<sup>85</sup> ZEW/BvD, M&A Report, Deutscher M&A-Index deutet Trendwende an, Oktober 2017.

<sup>86</sup> Andrews, D./Criscuolo, C./Gal, P. N., *Frontier Firms, Technology Diffusion and Public Policy: Micro Evidence from OECD Countries*, OECD Background Paper, OECD Publishing, Paris, 2015.

<sup>87</sup> Rammer, C./Schubert, T., *Concentration on the few: mechanisms behind a falling share of innovative firms in Germany*, *Research Policy*, 47(2), 2018, S. 343–542.

<sup>88</sup> Motta, M., *The Problems with Merger Control*, Präsentation auf der MaCCI-Jahreskonferenz, Mannheim, am 17. März 2017, <https://sites.google.com/site/massimomottawebpage/presentations>. Gründe für ein Vollzugsdefizit könnten beispielsweise eine unterschätzte Bedeutung von Innovationen und Zukunftsmärkten sowie von Übernahmen als Markteintrittshürde sein (vgl. hierzu ausführlicher Gliederungspunkt 3.2.2 in Kapitel III in diesem Gutachten). Darüber hinaus könnte auch eine Vernachlässigung von Gewinnmargen im Rahmen der Zusammenschlussprüfung einen Grund darstellen.

<sup>89</sup> Duso, T./Neven, D. J./Röller, L. H., *The Political Economy of European Merger Control: Evidence using Stock Market Data*, *Journal of Law and Economics*, 50, 2007, S. 455–489; Duso, T./Gugler, K./Szücs, F., *An empirical assessment of the 2004 EU merger policy reform*, *The Economic Journal*, 123(572), 2013, S. F596–F619; Monopolkommission, XVIII. Hauptgutachten, a. a. O., Tz. 664 ff. Für die USA finden Kwoka, J., *Mergers, Merger Control, and Remedies. A Retrospective Analysis of U.S. Policy*, MIT Press, Cambridge u. a., 2016, und Blonigen, B. A./Pierce, J. R., *Evidence for the Effect of Mergers on Market Power and Efficiency*, NBER Working Paper, Nr. 22750, Oktober 2016, anti-wettbewerbliche Effekte zugelassener Zusammenschlüsse.

schen Preisanstieg nach genehmigten europäischen Zusammenschlüssen.<sup>90</sup> Ob es tatsächlich ein Vollzugsdefizit im Rahmen der Zusammenschlusskontrolle gibt, lässt sich nicht sagen. Im Zusammenhang mit der Kartellverfolgung muss ferner auch unklar bleiben, wie viele Fälle illegaler Absprachen unentdeckt bleiben. Hierbei ist festzuhalten, dass Wettbewerbsbehörden nahezu ausschließlich auf die Kronzeugenregelung angewiesen sind, anstatt eine proaktive Kartellverfolgung zu betreiben, die vermutlich jedoch auch wesentlich ineffizienter wäre.<sup>91</sup>

**367.** Einen weiteren Anlass zur Untersuchung der branchenübergreifenden Marktmacht geben indes neuere Entwicklungen. Wie weiter oben bereits erläutert, ist es möglich, dass sich im Nachgang zur globalen Finanz- und Wirtschaftskrise die strukturellen Bedingungen auf vielen Märkten in Form disruptiver Auswirkungen negativer Nachfrageschocks und verschlechterter Finanzierungsmöglichkeiten dahingehend verändert haben, dass eine Vielzahl von Anbietern aus Märkten ausgeschieden ist. In der ökonomischen Theorie scheiden zunächst jene Unternehmen aus Märkten aus, die gegenüber ihren Wettbewerbern Produktivitätsnachteile aufweisen.<sup>92</sup> In der Folge steigt einerseits die aggregierte Produktivität, andererseits aber auch die Unternehmenskonzentration und damit die Wahrscheinlichkeit einer Zunahme der Marktmacht einzelner Anbieter. Zahlen für Deutschland weisen allerdings darauf hin, dass unternehmensdemografische Restrukturierungseffekte im Krisenjahr 2009 kein dramatisches Ausmaß hatten, die Anzahl der gemeldeten Insolvenzen jedoch – entgegen einem allgemein rückläufigen Trend seit 2003 – während der Krise kurzzeitig angestiegen ist.<sup>93</sup> Abbildung II.23 veranschaulicht den seit Mitte der 2000er-Jahre abnehmenden Trend der Unternehmensschließungen anhand der Entwicklung gewerblicher Unternehmensliquidationen. Allerdings nimmt gleichzeitig auch die Anzahl der Unternehmensgründungen in Deutschland ab, und zwar mitunter stärker als die Anzahl der Schließungen.<sup>94</sup> Abbildung II.23 ist zu entnehmen, dass die Anzahl der gewerblichen Gründungen in den vergangenen Jahren deutlich unter der Anzahl der Liquidationen lag. Insgesamt deuten diese Zahlen auf eine abnehmende Unternehmensfluktuation hin und können Indizien für steigende Marktein- und -austrittshürden sein.

---

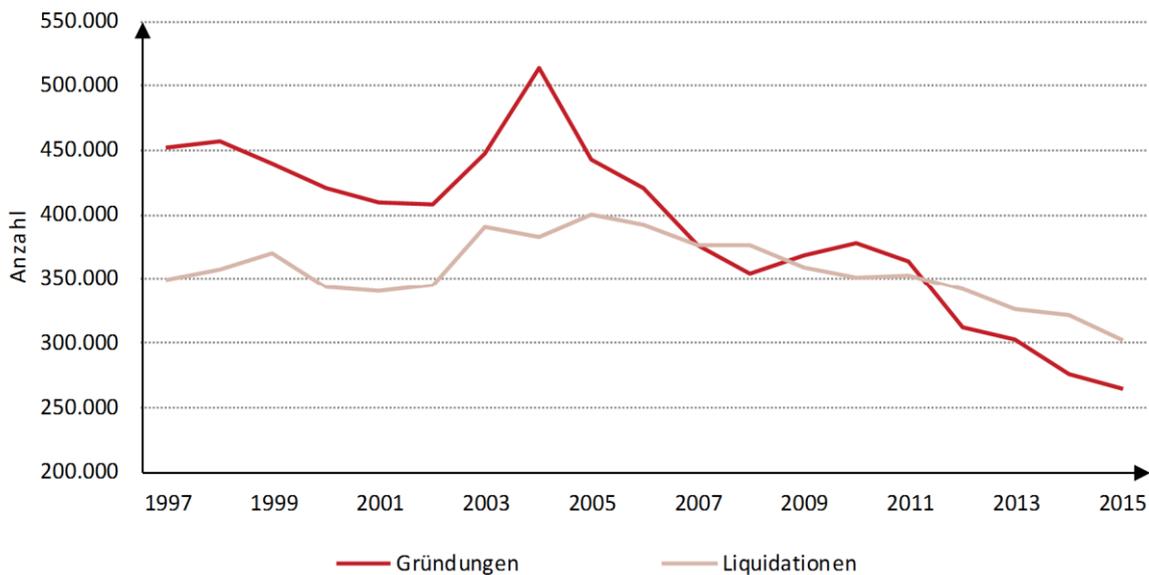
<sup>90</sup> Mariuzzo, F./Ormosi, P. L./Havell, R., What Can Merger Retrospectives Tell Us? An Assessment of European Mergers, CCP Working Paper Nr. 16-4, 2016. Die Autoren werten insgesamt 29 Untersuchungen von Preiseffekten durch Zusammenschlüsse zwischen 1995 und 2009 aus.

<sup>91</sup> Monopolkommission, XX. Hauptgutachten, Eine Wettbewerbsordnung für die Finanzmärkte, Baden-Baden 2014, Tz. 815 ff.

<sup>92</sup> Foster, L./Grim, C./Haltiwanger, J., a. a. O.

<sup>93</sup> Röhl, K.-H./Vogt, G., Zahl der Unternehmensinsolvenzen rückläufig, Wirtschaftsdienst, 11/2016, S. 852 ff.; Statistisches Bundesamt, Unternehmen und Arbeitsstätten – Insolvenzverfahren, Fachserie 2, Reihe 4.1.

<sup>94</sup> Vgl. hierzu auch Rink, A./Seiwert, I., Unternehmensdemografie: methodischer Ansatz und Ergebnisse 2005 bis 2010, Wirtschaft und Statistik, Statistisches Bundesamt, 2013, S. 422–439, und ZEW Gründungsreport, Weiterer Einbruch der Gründungstätigkeit, 13(1), Dezember 2013.

**Abbildung II.23: Gewerbliche Unternehmensgründungen und -liquidationen in Deutschland**

Anm.: Die Zahlen für das zweite Halbjahr 2017 beruhen auf Schätzungen des IfM Bonn.

Quelle: Gründungs- und Liquidationsstatistik des IfM Bonn auf Basis der Gewerbeanzeigenstatistik des Statistischen Bundesamtes

**368.** Eine weitere mögliche Ursache steigender Marktmacht könnte in der zunehmenden Bedeutung internet- und datenbasierter Geschäftsmodelle liegen. In diesem Kontext liegen häufig mehrseitige Plattformmärkte vor, in welchen zumindest auf einer Seite Netzwerkeffekte von Bedeutung sind, weswegen Leistungen auf dieser Seite oft ohne monetäre Preise erbracht werden. Als klassische Beispiele sind hier die Bereiche soziale Medien, Datingportale, Internet-Suchmaschinen, Lieferdienste und Hotelbuchungsportale zu nennen. Im Kontext einer digitalen Ökonomie nimmt demnach die Bedeutung von „winner-takes-most markets“ zu, auf welchen aufgrund von Netzwerkeffekten hauptsächlich ein Anbieter über hohe Marktanteile und auch ein gewisses Maß an Marktmacht verfügt.<sup>95</sup> Ob die Bedeutung derartiger Märkte bereits heute ausreicht, um über einzelne Märkte hinaus zu einem gesamtwirtschaftlichen Anstieg von Konzentration und Marktmacht zu führen, ist allerdings – insbesondere für Deutschland – fraglich.

**369.** Weiterhin hat ein in den vergangenen Jahren angestiegenes Investitionsvolumen institutioneller Anleger in vielen Märkten zu einer Konzentration von Unternehmensbeteiligungen bei einigen wenigen Anlegern geführt.<sup>96</sup> Die hierdurch entstehenden indirekten Horizontalverflechtungen zwischen Wettbewerbern könnten durch geringere Anreize zu wettbewerblichem Verhalten zu einer geringeren Wettbewerbsintensität beitragen. Durch die Existenz derartiger Eigentümerstrukturen auf vielen Märkten mit großem volkswirtschaftlichem Gewicht besteht hier Potenzial für gesamtwirtschaftliche Wettbewerbseffekte. Allerdings ist das tatsächliche Eintreten wettbewerbsbeeinträchtigender Effekte durch Minderheitsbeteiligungen institutioneller diversifizierter Anleger derzeit noch Gegenstand einer kontroversen Diskussion.

**370.** Insgesamt ist festzuhalten, dass einzelne Aspekte aktueller wirtschaftlicher Entwicklungen Anlass für die Untersuchung der Unternehmenskonzentration und Marktmacht bieten. Es ist allerdings keineswegs der Fall, dass die aufgezeigten Entwicklungen zwangsläufig die Vermutung einer gestiegenen durchschnittlichen Marktmacht in Deutschland nahelegen. Auch in der US-amerikanischen Diskussion von Konzentrations- und Marktmachtproblemen können Ursachen und Wirkungen bisher nicht eindeutig identifiziert werden.

<sup>95</sup> Monopolkommission, Sondergutachten 68, Baden-Baden 2015; Monopolkommission, XXI. Hauptgutachten, Wettbewerb 2016, Baden-Baden 2016, Kapitel V.

<sup>96</sup> Vgl. hierzu Abschnitt 4 in diesem Kapitel.

### 3.3 Makroökonomische Folgen zunehmender Marktmacht

**371.** Auf ein höheres wettbewerbliches Risikopotenzial konzentrierter Märkte wurde bereits einleitend zu diesem Abschnitt hingewiesen. Würde es in einer Volkswirtschaft tatsächlich zu einer branchenübergreifenden Abnahme der Wettbewerbsintensität kommen, so könnte dies weitreichende makroökonomische Auswirkungen zur Folge haben. Gründe hierfür sind vor allem eine suboptimale Allokation volkswirtschaftlicher Ressourcen und die zunehmende Abhängigkeit volkswirtschaftlicher Parameter von Einzelakteuren. Der letzte Aspekt wird in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung bereits seit Längerem unter dem Schlagwort „Granularitätshypothese“ untersucht, worunter im Allgemeinen die Konzentration wirtschaftlicher Aktivität verstanden wird.<sup>97</sup> Eine makroökonomische Sicht, die Einzelunternehmen in ihrer Bedeutung für aggregierte Größen – wie etwa Produktivität, Außenhandelsbeitrag oder Arbeitslosenquote – ignoriert, ist aus dieser Perspektive heute nicht mehr vertretbar. Vielmehr müssen Performance und Verhalten einzelner Großunternehmen als entscheidende Erklärungsgrößen makroökonomischer Parameter verstanden werden. Dies trifft beispielsweise auch auf das deutsche verarbeitende Gewerbe zu.<sup>98</sup> In der Folge birgt eine allgemeine Unternehmenskonzentration zugunsten von Effizienzgewinnen gleichsam das Risiko der gesamtwirtschaftlichen Abhängigkeit von einzelnen Unternehmen oder gar einzelnen privatwirtschaftlichen Entscheidungsträgern. Als Beispiel für unternehmerische Entscheidungen mit weitreichenden negativen Folgen nicht nur für ein jeweiliges Unternehmen, sondern auch für den betroffenen Markt und sogar die gesamte Volkswirtschaft kann hier die sogenannte Abgasaffäre, in die deutsche Automobilhersteller verwickelt sind, genannt werden.

**372.** Vor dem Hintergrund einer möglichen ineffizienteren Allokation volkswirtschaftlicher Ressourcen wird derzeit in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung der Frage nachgegangen, ob eine Veränderung der gesamtwirtschaftlichen Wettbewerbsintensität ursächlich für aktuell beobachtete makroökonomische Trends sein kann.<sup>99</sup> Beispielsweise wird in diesem Kontext untersucht, ob ein international abnehmendes Produktionswachstum sowie sinkende Lohnquoten mit einer Abnahme der Wettbewerbsintensität zusammenhängen. Beide möglichen Zusammenhänge werden im Folgenden exemplarisch näher erläutert und diskutiert.<sup>100</sup> Zum einen geschieht dies, um die wirtschaftspolitische Relevanz der anschließenden empirischen Untersuchung zu verdeutlichen, zum anderen, um eine Einschätzung der aktuellen Bedeutung dieser Debatte für Deutschland zu ermöglichen.

#### 3.3.1 Wettbewerb und Produktivitätswachstum

**373.** In vielen OECD-Ländern konnte über die letzten Jahrzehnte eine Verlangsamung des gesamtwirtschaftlichen Produktivitätswachstums beobachtet werden.<sup>101</sup> Für Deutschland trifft dies sowohl für die Arbeitsproduktivität als auch die Multifaktorproduktivität zu, wie Abbildung II.24 veranschaulicht. Während die Arbeitsproduktivität die gesamte Ausbringungsmenge lediglich der Arbeitsleistung gegenüberstellt, berücksichtigt die Multifaktorproduktivität neben dem Arbeitsfaktor auch andere Produktionsfaktoren wie etwa Kapital. Diese Entwicklung und insbesondere die Ursachendiskussion erfährt derzeit sowohl von Wirtschaftswissenschaftlern als auch von wirtschafts-

<sup>97</sup> Gabaix, X., The Granular Origins of Aggregate Fluctuations, *Econometrica*, 79(3), 2011, S. 733–772; Ghironi, F., Macro needs micro, *Oxford Review of Economic Policy*, 34(1-2), 2018, S. 195–218; Di Giovanni, J./Levchenko, A. A./Mejean, I., The Micro Origins of International Business-Cycle Comovement, *American Economic Review*, 108(1), 2018, S. 82–108; Ebeke, C./Eklou, K. M., The Granular Origins of Macroeconomic Fluctuations in Europe, *IMF Working Paper*, Nr. 17/229, November 2017; Zingales, L., Towards a Political Theory of the Firm, *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 2017, S. 113–130, sowie Tz. 283 in diesem Kapitel.

<sup>98</sup> Wagner, J., The German manufacturing sector is a granular economy, *Applied Economics Letters*, 19(17), 2012, S. 1663 ff.

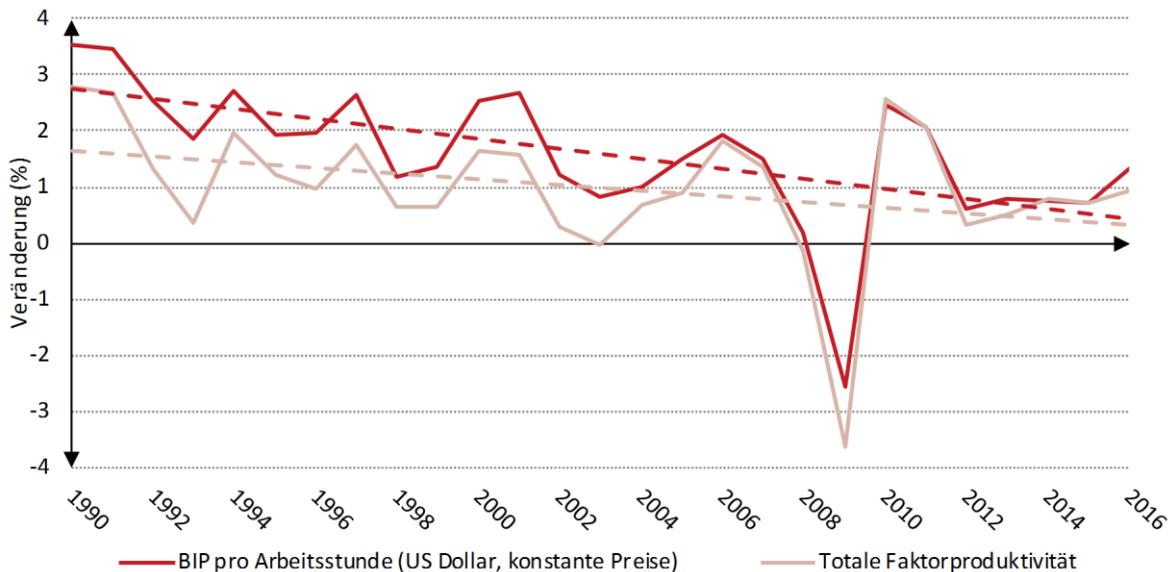
<sup>99</sup> U. a. De Loecker, J./Eeckhout, J., The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications, *NBER Working Paper*, Nr. 23687, 2017; Autor, D. u. a., The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms, *IZA Discussion Paper*, Nr. 10756, Mai 2017.

<sup>100</sup> De Loecker, J./Eeckhout, J., a. a. O., legen für die USA darüber hinaus einen Zusammenhang mit einer sinkenden Kapitalquote, sinkenden Arbeitsentgelten für gering qualifizierte Beschäftigte, einer sinkenden Erwerbsbeteiligungsquote und einer sinkenden Arbeitsmarktflektuation nahe.

<sup>101</sup> Besonders deutlich ist diese Beobachtung bezüglich der Arbeitsproduktivität, sie trifft aber in vielen Ländern auch auf die Multifaktorproduktivität zu. Siehe hierzu u. a. OECD, *OECD Compendium of Productivity Indicators 2017*, OECD Publishing, Paris, und für die USA Gordon, R. J., *The rise and fall of American growth: The US standard of living since the civil war*, Princeton University Press, 2016.

politischen Entscheidungsträgern große Aufmerksamkeit.<sup>102</sup> Angesichts eines fortwährenden technologischen Fortschritts und großer vorhandener Innovationspotenziale, beispielsweise durch Digitalisierungsprozesse, einer immer besseren Qualifizierung von Arbeitskräften, einer zunehmenden Bedeutung immateriellen Vermögens und der Internationalisierung von Wertschöpfungsketten mag eine Verlangsamung des Produktivitätswachstums verwundern. Aus diesem Grund ist in diesem Zusammenhang auch von einem „Produktivitätsparadox“ die Rede, und die Ursachenforschung erscheint umso anspruchsvoller.

**Abbildung II.24: Produktivitätswachstum in Deutschland**



Anm.: Angegeben ist die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Gestrichelte Linien bezeichnen den linearen Trend.

Quelle: eigene Darstellung auf Basis der OECD-Produktivitätsstatistik

**374.** Die genauen Ursachen des verlangsamten Produktivitätswachstums sind bislang nicht geklärt.<sup>103</sup> Zu beachten ist jedoch, dass diese Entwicklung nicht in allen Wirtschaftsbereichen gleichermaßen zu beobachten ist. Da diese Verlangsamung auch nicht für alle Unternehmen gleichermaßen gilt, wird in diesem Zusammenhang unter anderem eine verschlechterte Technologiediffusion diskutiert.<sup>104</sup> Es wird vermutet, dass innovative Produktionstechnologien sich zunehmend innerhalb einer kleinen Gruppe von Unternehmen konzentrieren, welche an der globalen Produktivitätsgrenze operieren. Gleichzeitig vergrößert sich der Produktivitätsabstand dieser Gruppe zu den übrigen Unternehmen. Möglicherweise nimmt auch das produktivitätssteigernde Potenzial von Innovationen im Allgemeinen in den vergangenen Jahren ab, was die Innovationsanstrengungen von Unternehmen zudem negativ beeinflussen könnte.<sup>105</sup> Eine wesentliche Rolle für die Verlangsamung des Produktivitätswachstums während und nach der Finanz- und Wirtschaftskrise dürfte auch die verschlechterte Finanzierungssituation in Kombination mit einer bereits vor der Krise bestehenden finanziellen Anfälligkeit einiger Unternehmen spielen.<sup>106</sup> Für Deutschland

<sup>102</sup> Sachverständigenrat, Zukunftsfähigkeit in den Mittelpunkt, Jahresgutachten 2015/16, Wiesbaden, 2015; IfW, Produktivität in Deutschland – Messbarkeit und Entwicklung, Beiträge zur Wirtschaftspolitik Nr. 12, November 2017.

<sup>103</sup> Zum Teil werden für die Beobachtung einer Verlangsamung des Produktivitätswachstums Messprobleme verantwortlich gemacht. Obgleich eine Anpassung statistischer Messkonzepte geboten erscheint, werden die Messfehler als nicht ausreichend eingeschätzt, um den beobachteten Trend in Gänze zu erklären (vgl. hierzu Ahmad, N./Ribarsky, J./Reinsdorf, M., Can potential mis-measurement of the digital economy explain the post-crisis slowdown in GDP and productivity growth?, OECD Statistics Working Paper, Nr. 2017/09, 2017, und IfW, a. a. O.).

<sup>104</sup> Andrews, D./Crisuolo, C./Gal, P. N., a. a. O.

<sup>105</sup> Gordon, R. J., a. a. O.

<sup>106</sup> Duval, R./Hong, G. H./Timmer, Y., a. a. O.

identifiziert ein aktuelles Gutachten des Kieler Instituts für Weltwirtschaft hauptsächlich fünf Faktoren für eine Verlangsamung des Produktivitätswachstums:<sup>107</sup> So habe sich ein „Normalisierungsprozess“ nach der Wiedervereinigung dämpfend ausgewirkt; Investitionen in Informations- und Kommunikationstechnologien sowie deren produktivitätssteigernder Einsatz fielen vergleichsweise gering aus; der Tertiarisierungsprozess begünstigte hauptsächlich auch den Bereich der unternehmensnahen Dienstleistungen, dessen Produktivität sich im Vergleich zu anderen Bereichen über die Jahre verschlechterte; der demografische Wandel hat sich negativ auf die Entwicklung der Produktivität der Erwerbsbevölkerung ausgewirkt; schließlich hat sich auch eine erfolgreiche Arbeitsmarktintegration unterdurchschnittlich produktiver Arbeitskräfte seit Mitte der 2000er-Jahre negativ auf das Produktivitätswachstum ausgewirkt. Insgesamt sei daher der konjunkturelle Charakter der Produktivitätswachstumsschwäche in Deutschland zu betonen und keinerlei Anlass zu einem „säkularen Produktivitätspessimismus“<sup>108</sup> gegeben.

**375.** Eine möglicherweise branchenübergreifend abnehmende Wettbewerbsintensität hat erst kürzlich Eingang in die breite Debatte über die Ursachen des abnehmenden Produktivitätswachstums gefunden.<sup>109</sup> Dies ist zunächst verwunderlich, da der Zusammenhang zwischen Wettbewerb und Produktivität seit jeher Gegenstand theoretischer und empirischer Forschung ist.<sup>110</sup> Ausschlaggebend hierfür mag sein, dass die Diskussion der Verringerung aggregierter Produktivitätswachstumsraten bislang vorwiegend im Rahmen einer makroökonomischen Perspektive geführt wurde, wohingegen ein Großteil der entsprechenden Forschung im Wettbewerbsbereich aus einer mikroökonomischen Perspektive erfolgt. Zunehmend verbinden aktuelle Studien diese beiden Perspektiven, wie etwa jene von De Loecker und Eeckhout.<sup>111</sup> Die Autoren zeigen, dass nach dem Jahr 2000 für die USA keine Verlangsamung des Produktivitätswachstums zu beobachten ist, sondern stattdessen sogar eine Steigerung, wenn die Marktmacht von Unternehmen konstant gehalten wird. Damit legen die Autoren eine wesentliche Rolle der Wettbewerbsintensität auf einzelnen Märkten für das aggregierte Produktivitätswachstum nahe.

**376.** In der Wirtschaftswissenschaft wird gemeinhin davon ausgegangen, dass die Produktivität eines Unternehmens durch dessen Wettbewerbsdruck beeinflusst wird. Die klassischen Wirkungskanäle, über die sich diese Wirkung entfaltet, sind zum einen die Innovationstätigkeit des Unternehmens und zum anderen die allgemeine alloka-tive Effizienz im Sinne einer volkswirtschaftlich optimalen Ressourcenallokation. Bezüglich der Innovationstätigkeit wird davon ausgegangen, dass ein höherer Wettbewerbsdruck gleichfalls für ein Unternehmen die Anreize erhöht, innovativ zu sein. Vorausgesetzt jedoch, diese Innovativität verspricht einen Wettbewerbsvorteil und damit einen – zumindest zeitweise – geringeren Wettbewerbsdruck.<sup>112</sup> Andererseits kann hoher Wettbewerbsdruck einen negativen Effekt auf die Innovationstätigkeit von Unternehmen haben, wenn die Gewinnmargen in einem Markt durch intensiven Wettbewerb hinreichend niedrig sind: Zum einen fallen dadurch die durch Innovationen erwarteten Renten ebenfalls entsprechend niedrig aus, zum anderen sind Neueintritte dadurch weniger attraktiv.<sup>113</sup> Die intra- oder intersektorale Diffusion neuer Technologie oder anderweitiger Innovationen dürfte ebenfalls mit der Wett-

<sup>107</sup> IfW, a. a. O.

<sup>108</sup> IfW, a. a. O.

<sup>109</sup> Auch das zitierte Gutachten des Kieler Instituts für Weltwirtschaft untersucht die Wettbewerbsintensität nicht explizit als Erklärungsfaktor der Produktivitätsentwicklung. Allerdings wird eine niedrigere Wettbewerbsintensität als potenzieller Erklärungsfaktor für Produktivitätsschwächen angeführt (IfW, a. a. O., S. 195 f.).

<sup>110</sup> Beispielsweise deuten zahlreiche Studien auf produktivitätssteigernde Auswirkungen wettbewerbsfördernder Politikmaßnahmen hin, vgl. hierzu Nicoletti, G./Scarpetta, S., Regulation, productivity and growth: OECD evidence, *Economic Policy*, 18(36), 2014, S. 9–72; Griffith, R./Harrison, R./Simpson, H., Product Market Reform and Innovation in the EU, *Scandinavian Journal of Economics*, 112(2), 2014, S. 389–415; Aghion, P., u. a., Entry and Productivity Growth: Evidence from Microlevel Panel Data, *Journal of the European Economic Association*, 2(2-3), 2004, 265–276. Weiterhin deuten beispielsweise die Untersuchungen von Ospina, S./Schiffbauer, M., Competition and Firm Productivity: Evidence from Firm-Level Data, *IMF Working Paper*, Nr. 10/67, März 2010, sowie Hynes, K./Opoku, E. E. O./Yan, I. K. M., Reaching Up and Reaching Out: The Impact of Competition on Firms' Productivity and Export Decisions, *UCD Centre for Economic Research Working Paper*, Nr. 17/19, September 2017, auf einen Kausalzusammenhang zwischen Wettbewerbsintensität und Produktivität auf Unternehmensebene hin.

<sup>111</sup> De Loecker, J./Eeckhout, J., a. a. O.

<sup>112</sup> Aghion, P., An Inverted-U Relationship, *The Quarterly Journal of Economics*, 120(2), 2005, S. 701–728.

<sup>113</sup> Ebenda und Referenzen darin.

bewerbsintensität zusammenhängen. Beispielsweise können die wettbewerblichen Anreize weniger innovativer Wettbewerber steigen, wenn diese im Rahmen externer Effekte – wie etwa positiver Wissens- und Produktivitätseffekte – von den Innovationen der Marktführer profitieren können. Gleichfalls dürften die Anreize, dies zu verhindern, aufseiten der Marktführer ebenfalls steigen. Je nachdem, welcher Effekt überwiegt, könnte auch eine verschlechterte Technologiediffusion – wie oben als mögliche Ursache eines abnehmenden Produktivitätswachstums erläutert – auf eine geringere Wettbewerbsintensität zurückzuführen sein.

**377.** Über den Innovationskanal hinaus kann Wettbewerbsdruck auch die allgemeine allokativen Effizienz, also die volkswirtschaftlich optimale Ressourcenallokation, beeinflussen. Die Effizienz der Verteilung von Produktionsressourcen – in dem Sinne, dass Ressourcen sich dorthin bewegen, wo sie am produktivsten einsetzbar sind – erscheint zum einen unternehmensintern umso wichtiger, je höher der Wettbewerbsdruck ausfällt. Zum anderen wird sie sich auch im Marktaggregate erhöhen, wenn intensiver Wettbewerb herrscht und sich somit langfristig die produktivsten Anbieter am Markt behaupten können. Decker u. a. sowie Bartelsman, Haltiwanger und Scarpetta haben in diesem Zusammenhang Untersuchungen vorgelegt, die eine sinkende wirtschaftliche Dynamik – gemessen durch einen Rückgang der Gründungsaktivität, der Anzahl schnell wachsender junger Unternehmen sowie von Arbeitnehmerwechseln – als Erklärung für eine sinkende allokativen Effizienz und ein sinkendes aggregiertes Produktivitätswachstum nahelegen.<sup>114</sup> Hierbei gilt zu beachten, dass sich zum Beispiel durch eine unternehmensdemografische Umstrukturierung von Märkten und ganzer Volkswirtschaften durch Wettbewerb die aggregierte Produktivität verändern kann, auch ohne dass die Wettbewerbsintensität signifikanten Einfluss auf die Produktivität individueller Wettbewerber hat. Ebenso kann sich durch eine solche Umstrukturierung oder Verlagerung wirtschaftlicher Aktivität das ökonomische Gewicht zwischen volkswirtschaftlichen Sektoren verschieben, was somit zu Veränderungen der aggregierten Produktivität führen kann. In Deutschland lässt sich seit 2000 eine solche Verschiebung der wirtschaftlichen Aktivität vom produzierenden Gewerbe hin zu vergleichsweise arbeitsintensiveren und dadurch – im Sinne der Arbeitsproduktivität – weniger produktiven Dienstleistungen beobachten.<sup>115</sup>

### 3.3.2 Wettbewerb und Lohnquoten

**378.** Wirtschaftswissenschaftler haben in letzter Zeit vermehrt auf international langfristig sinkende Lohnquoten hingewiesen, auch wenn dieser Trend nicht ausnahmslos für alle Länder zutrifft.<sup>116</sup> Die Lohnquote gibt an, welcher Anteil des gesamten Einkommens einer Volkswirtschaft auf Arbeitnehmer entfällt. Karabarounis und Neiman verzeichnen beispielsweise ein durchschnittliches Absinken weltweiter Lohnquoten um 5 Prozentpunkte während der vergangenen 35 Jahre.<sup>117</sup> Von den 59 untersuchten Ländern weisen dabei etwa 70 Prozent einen negativen Trend auf. Diese Beobachtung wird vor allem auch im Zusammenhang mit einer in vielen Ländern zunehmenden Einkommensungleichheit diskutiert, weil dem Arbeitseinkommen in Haushalten mit niedrigen und mittleren privaten Einkommen tendenziell mehr Gewicht zukommt.<sup>118</sup> Aber auch eine zunehmend ungleiche Verteilung lediglich der Arbeitseinkommen kann für eine steigende Einkommensungleichheit verantwortlich sein. Ursächlich für eine

<sup>114</sup> Decker, R. A. u. a., a. a. O.; Bartelsman, E./Haltiwanger, J./Scarpetta, S., Cross-Country Differences in Productivity: The Role of Allocation and Selection, *American Economic Review*, 103(1), 2013, S. 305–334; Bijmans, G./Konings, J., Declining Business Dynamism, CEPR Discussion Paper, Nr. DP12615, Januar 2018, finden ähnliche Ergebnisse für Belgien.

<sup>115</sup> Sachverständigenrat, a. a. O., S. 288f.; IfW, a. a. O., S. 290.

<sup>116</sup> Dao, M. u. a., Why is Labor Receiving a Smaller Share of Global Income? Theory and Empirical Evidence, IMF Working Paper, Nr. 17/169, July 2017; Karabarounis, L./Neiman, B., The global decline of the labor share, *The Quarterly Journal of Economics*, 129(1), 2013, S. 61–103; Krämer, H., Die Entwicklung der funktionalen Einkommensverteilung und ihrer Einflussfaktoren in ausgewählten Industrieländern 1960–2010, *IMK Studie*, Nr. 1/2011; Autor, D. u. a., a. a. O.

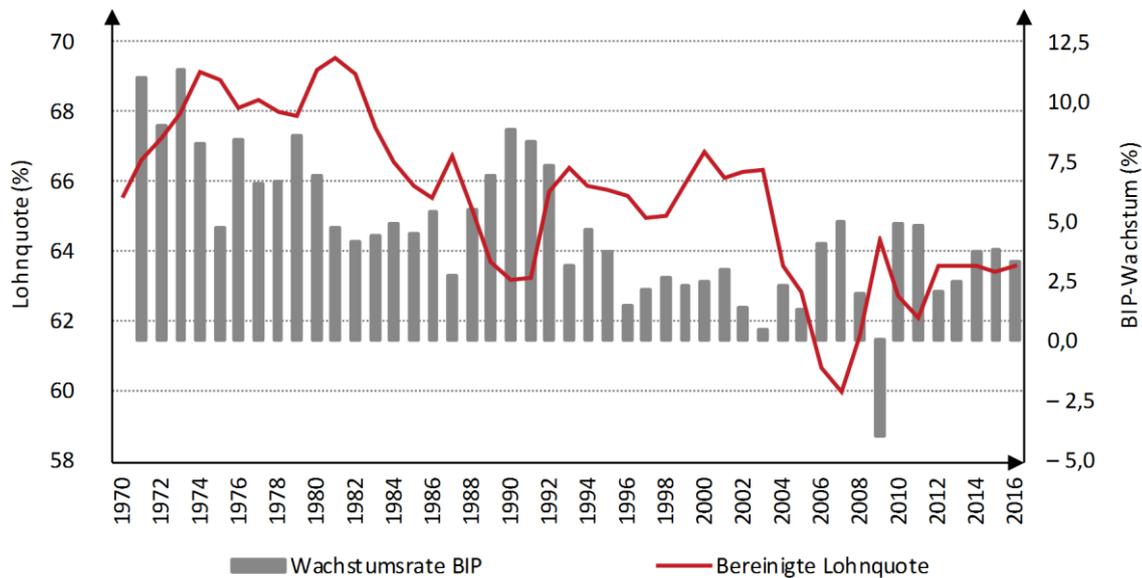
<sup>117</sup> Karabarounis, L./Neiman, B., a. a. O.

<sup>118</sup> Bourguignon, F., World changes in inequality: an overview of facts, causes, consequences and policies, BIS Working Paper, Nr. 654, August 2017.

zunehmend ungleiche Verteilung der Arbeitseinkommen wiederum können, aufgrund der Zunahme marktmächtiger Unternehmen, ungleich verteilte Unternehmensrenditen sein.<sup>119</sup>

**379.** Die Entwicklung der bereinigten Lohnquote in Deutschland in Abbildung II.25 zeigt einen langfristig leicht negativen Trend, jedoch starke konjunkturelle Schwankungen. Deutlich wird der zumeist gegenläufige Verlauf von Lohnquote und BIP-Wachstum aufgrund der sich dynamischer entwickelnden Unternehmensgewinne.

**Abbildung II.25: Entwicklung der Lohnquote in Deutschland**



Anm.: Die bereinigte Lohnquote ergibt sich als Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Verhältnis zum Volkseinkommen je Erwerbstätigen, gewichtet mit dem Verhältnis von Arbeitnehmern zu Erwerbstätigen im Basisjahr 1970. Vor 1991: Werte des früheren Bundesgebiets auf der Grundlage der VGR-Revision 2005. Seit 1991: wiedervereinigtes Bundesgebiet auf der Grundlage der VGR-Revision 2014.

Quelle: eigene Berechnung mit Daten des Statistisches Bundesamtes

**380.** Wie auch für die gesamtwirtschaftliche Produktivität kann die Ursache einer sinkenden volkswirtschaftlichen Lohnquote in inter- oder intrasektoralen Kompositionseffekten liegen oder auf unternehmensinterne Prozesse zurückzuführen sein. Technologischer Fortschritt und eine überproportionale Produktivitätssteigerung des Kapitalfaktors gegenüber dem Faktor Arbeit sowie eine Steigerung von Lohnnebenkosten können zu einer Substitution von Arbeit durch Kapital führen und damit eine Auswirkung sowohl auf sektoraler als auch auf Unternehmensebene entfalten.<sup>120</sup> Zu beachten gilt hier, dass es sich bei Veränderungen des Einsatzverhältnisses bzw. des Kostenverhältnisses von Produktionsfaktoren auf Unternehmensebene nicht um die Lohnquote im klassischen volkswirtschaftlichen Sinne handelt, sondern um den Anteil der Personalkosten an den gesamten Produktionskosten. Ein wesentlicher Unterschied ist hier, dass Unternehmensgewinne nicht als Kapitaleinkommen bzw. Kapitalkosten betrachtet werden. Eine Veränderung des Einsatz- oder Kostenverhältnisses der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital kann sich auf die volkswirtschaftliche Lohnquote auswirken. Als Ursache für Veränderungen des Produktionsfaktoreinsatzes auf Unternehmensebene wird darüber hinaus auch eine zunehmende Kapitalmarkt- bzw.

<sup>119</sup> Furman, J./Orszag, P., A Firm-Level Perspective on the Role of Rents in the Rise in Inequality, Präsentation an der Columbia-Universität, 16. Oktober 2015; für einen aktuellen Literaturüberblick über die Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Einkommensungleichheit und Wettbewerbsintensität siehe Ennis, S. F. u. a., Inequality: A Hidden Cost of Market Power, Working Paper, 6. März 2017. Die Autoren simulieren die Auswirkungen von Marktmacht auf die Einkommensverteilung der Länder Kanada, Frankreich, Deutschland, Korea, Japan, Spanien sowie des Vereinigten Königreichs und der Vereinigten Staaten von Amerika. Im Ergebnis finden sie eine durchschnittliche Zunahme der Einkommensungleichheit durch das Vorliegen von Marktmacht.

<sup>120</sup> Aretz, B. u. a., Ursachenanalyse der Verschiebung in der funktionalen Einkommensverteilung in Deutschland, ZEW-Projektbericht, Mannheim, Oktober 2009; Dao, M. u. a., a. a. O.; Karabarbounis, L./Neiman, B., a. a. O.

Shareholderorientierung des Managements und damit verbundene Effizienzsteigerungen zulasten von Arbeitnehmern angeführt.<sup>121</sup> Eine verschlechterte Verhandlungsmacht der Arbeitnehmerseite durch eine Schwächung von Gewerkschaften könnte hierzu beitragen.<sup>122</sup> Neben Ursachen auf Unternehmensebene kann auch eine intersektorale Verschiebung wirtschaftlicher Aktivität, wie sie in vielen Volkswirtschaften zu beobachten ist, für eine Veränderung der Lohnquote verantwortlich sein. Eine intersektorale Verschiebung wirtschaftlicher Aktivität ist insbesondere auf Tertiarisierungsprozesse und eine zunehmende internationale Arbeitsteilung zurückzuführen.<sup>123</sup> Für Deutschland spielt diese Entwicklung eine wichtige Rolle: Wird die Sektorstruktur in Deutschland bei der Berechnung der Lohnquote konstant gehalten, so weist Letztere keinen deutlichen Negativtrend mehr auf.<sup>124</sup> Für andere Länder zeigt sich jedoch, dass ein solcher Kompositionseffekt eine eher nachrangige Rolle spielt und eine Veränderung der Lohnquote hauptsächlich auf Entwicklungen innerhalb von Wirtschaftsbereichen zurückzuführen ist.<sup>125</sup>

**381.** Wie bei der Produktivität werden auch wettbewerbliche Gründe als mögliche Ursache für ein Sinken der Lohnquote diskutiert. Barkai (2016) beispielsweise findet einen sinkenden Anteil der Kapitalkosten an der Bruttowertschöpfung in den USA zwischen 1984 und 2014.<sup>126</sup> Aufgrund einer gleichzeitig sinkenden Lohnquote schlussfolgert der Autor, dass die Ursache für eine sinkende Lohnquote nicht eine Substitution von Arbeit durch Kapital sein kann. Gleichzeitig findet der Autor für den Untersuchungszeitraum ansteigende Unternehmensgewinne, die als Betriebsüberschuss abzüglich der Kapitalkosten<sup>127</sup> definiert werden und auf steigende Preisaufschläge der Unternehmen zurückzuführen sein könnten.<sup>128</sup> Ein Indiz für einen solchen Zusammenhang ist eine gleichzeitig beobachtete Zunahme der Unternehmenskonzentration.<sup>129</sup> Da jedoch ein nachlassender Wettbewerbsdruck bei Unternehmen mit geringeren Anreizen zu Effizienzsteigerungen einhergeht und daher Optimierungsmöglichkeiten ungenutzt bleiben könnten, sind hier zumindest theoretisch zwei gegenläufige Wirkungsmechanismen auszumachen: Eine steigende Marktmacht könnte demnach, durch sinkenden Kostendruck und steigende Preissetzungsspielräume, ein Sinken des Anteils der Personalkosten an den gesamten Produktionskosten auf Unternehmensebene verhindern, selbst wenn der Produktionsfaktor Kapital vergleichsweise günstiger wäre. Gleichzeitig könnte eine gestiegene Marktmacht auch für ein Sinken der Lohnquote verantwortlich sein, indem höhere Preisaufschläge nicht durch Arbeitskosten absorbiert werden, sondern zu höheren Unternehmensgewinnen führen, welche die Kapitalquote einer Volkswirtschaft erhöhen würden.

**382.** Auch die Autoren Autor u. a. sowie Kehring und Vincent machen insbesondere eine international gestiegene Wettbewerbsintensität zusammen mit einem hohen Druck zu Produktivitätssteigerungen dafür verantwortlich, dass sich „hyperproduktive“ oder „Superstar“-Unternehmen herausgebildet haben, die über enorme Produktivität

<sup>121</sup> Krämer, H., a. a. O.; Bassanini, A./Manfredi, T., *Capital's Grabbing Hand? A Cross-Country/Cross-Industry Analysis of the Decline of the Labour Share*, OECD Working Paper, Nr. 133, Juli 2012.

<sup>122</sup> Aretz, B. u. a., a. a. O.

<sup>123</sup> Nach dem Heckscher-Ohlin-Theorem spezialisieren sich Volkswirtschaften beim Außenhandel auf den Einsatz von Produktionsfaktoren, mit denen sie relativ gut ausgestattet sind. Vor dem Hintergrund einer zunehmenden Handelsliberalisierung seit den 1980er-Jahren hat eine unterschiedliche Faktorausstattung so zu einer intersektoralen Verlagerung wirtschaftlicher Aktivität geführt (Aretz, B. u. a., a. a. O.; Dao, M. u. a., a. a. O.).

<sup>124</sup> Aretz, B. u. a., a. a. O.

<sup>125</sup> Elsby, M. W./Hobijn, B./Sahin, A., *The decline of the US labor share*, Brookings Papers on Economic Activity, 2013(2); Dao, M. u. a., a. a. O.; Karabarbounis, L./Neiman, B., a. a. O.

<sup>126</sup> Barkai, S., *Declining labor and capital shares*, Stigler Center for the Study of the Economy and the State New Working Paper Series, Nr. 2, November 2016. Die Kapitalkosten werden hier bestimmt als Produkt der erforderlichen Kapitalrendite und des Kapitalstocks aus physischem und immateriellem Anlagevermögen.

<sup>127</sup> Vgl. Fn. 126.

<sup>128</sup> Siehe für diese Argumentation u. a. auch Karabarbounis, L./Neiman, B., a. a. O., und De Loecker, J./Eeckhout, J., a. a. O.

<sup>129</sup> Barkai, S., a. a. O., und auch Hutchinson, J./Persyn, D., *Globalisation, concentration and footloose firms: in search of the main cause of the declining labour share*, *Review of World Economics*, 148(1), 2012, S. 17–43.

tätsvorteile verfügen.<sup>130</sup> Dieser Logik folgend, ist die Lohnquote in der Folge dadurch gesunken, dass sich Arbeitsplätze hin zu diesen besonders produktiven Unternehmen verlagert haben. Kehring und Vincent (2017) erläutern darüber hinaus jedoch auch, dass sich die Lohnquote innerhalb von Unternehmen zugunsten von Produktivitätsverbesserungen verändert hat. Die Gruppe besonders produktiver Unternehmen verfügt durch ihre Wettbewerbsvorteile nun allerdings wiederum über eine ausgeprägte Marktmacht. Aus einer statischen Perspektive erscheint daher die gleichzeitige Beobachtung einer hohen Marktmacht und niedriger Lohnquoten nicht unplausibel. Im Fall eines funktionierenden Marktmechanismus ist im Rahmen einer dynamischen Perspektive anzunehmen, dass bei Erreichen eines hinreichenden Grades an Marktmacht der mangelnde Druck zu Effizienzsteigerungen zunächst zu einer Lohnquotensteigerung und schließlich wiederum zum Verlust von Marktmacht führen wird.

**383.** Bassanini und Manfredi errechnen in diesem Zusammenhang, dass zwischen 1990 und 2007 in den OECD-Ländern 80 Prozent des Rückgangs der Lohnquote auf ein Wachstum der totalen Faktorproduktivität und Kapitalvertiefung, jedoch nur ein vergleichsweise geringer Teil auf einen Anstieg des nationalen und internationalen Wettbewerbs zurückzuführen ist.<sup>131</sup> Bedenkt man jedoch, dass Produktivitätssteigerungen die Folge von Wettbewerb sein können, so sprechen diese Ergebnisse dafür, dass Wettbewerb in bestimmten Ländern zwar ein Faktor für einen geringeren relativen Einsatz von Arbeit ist, weniger Wettbewerb allerdings durch höhere Unternehmensgewinne zu einer geringeren Lohnquote führt.

### 3.4 Empirische Marktmachtindikatoren

**384.** Die Messung von Wettbewerbsintensität oder tatsächlicher Marktmacht einzelner Anbieter stellt sowohl die empirische Forschung als auch die Kartellbehörden grundsätzlich vor große Herausforderungen. Dies gilt in der empirischen Forschung insbesondere für breit angelegte sektorübergreifende Untersuchungen, in welchen weder angemessene Marktabgrenzungen noch Informationen über Preise und Mengen verfügbar sind.<sup>132</sup> Deshalb stützt sich die Monopolkommission in ihrer folgenden Untersuchung auf mehrere Indikatoren zur Messung von Marktmacht.

#### 3.4.1 Umsatzkonzentration

**385.** Ein seit Langem und noch immer oft verwendeter Indikator für Marktmacht ist die Umsatzkonzentration nach Anbietern eines Marktes. Hier ergeben sich jedoch zum einen inhaltliche bzw. validitätsbezogene und zum anderen methodische bzw. reliabilitätsbezogene Probleme, von denen einige im Folgenden kurz erläutert werden.

**386.** Die Umsatzkonzentration ist zwar ein an sich interessanter Parameter, weil sich hieran ein gewisses Risiko für wettbewerbsbeeinträchtigendes Verhalten ermitteln lässt. Sie ist jedoch nicht aussagekräftig in Bezug auf die tatsächlich auf einem Markt vorherrschende Wettbewerbsintensität.<sup>133</sup> Darüber hinaus ist die Auffassung im Rahmen eines Structure-Conduct-Performance-Paradigmas, dass die Marktstruktur ein bestimmtes Marktergebnis ursächlich hervorbringt, überholt.<sup>134</sup> Es erscheint ebenso möglich, dass sich die Marktstruktur in umgekehrter Weise (auch) aus dem Marktergebnis ergibt. Es besteht also grundsätzlich weder notwendigerweise eine korrelative Beziehung noch eine einseitig kausale Beziehung zwischen den beiden Parametern Konzentration und Wettbewerbsintensität. Nichtsdestotrotz ist die Umsatzkonzentration aufgrund des sich ergebenden Risikopotenzials, beispielsweise für koordiniertes Verhalten, von wettbewerblichem Interesse.

<sup>130</sup> Autor, D. u. a., a. a. O.; Kehrig, M./Vincent, N., Growing Productivity without Growing Wages: The Micro-Level Anatomy of the Aggregate Labor Share Decline, CESifo Working Paper, No. 6454, 2017.

<sup>131</sup> Bassanini, A./Manfredi, T., a. a. O.

<sup>132</sup> Für eine umfassende Diskussion empirischer Strategien zur Wettbewerbsmessung siehe u. a. Perloff, J. M./Karp, L. S./Golan, A., Estimating Market Power and Strategies, Cambridge University Press, Cambridge u. a., 2007.

<sup>133</sup> Vgl. Gliederungspunkt 3.1.

<sup>134</sup> U. a. Schmalensee, R., Inter-industry studies of structure and performance, in Schmalensee, R./Wittig, R. T. (Hrsg.), Handbook of industrial organization Vol. 2, Amsterdam, Elsevier, 1989, S. 951–1009.

**387.** Bezüglich der Reliabilität konzentrationsstatistischer Kennzahlen ergeben sich in sektorübergreifenden Untersuchungen ohne marktspezifische Erhebungen ebenfalls Einschränkungen der Aussagekraft. So ist es in diesem Kontext nahezu unmöglich, die untersuchten Märkte in sachlicher wie geografischer Hinsicht in Einklang mit wettbewerbsökonomischen Überlegungen abzugrenzen. Behelfsweise werden in der Literatur daher standardmäßig statistische Wirtschaftszweigklassifikationen verwendet, die alle Unternehmen (meistens eines Landes) erfassen, die ihren Umsatzschwerpunkt in einem jeweiligen Wirtschaftszweig berichten. Es ist zumeist nicht möglich, die für statistische Konzentrationskennzahlen verwendeten Unternehmensumsätze in einzelne Tätigkeitsbereiche zu zerlegen, sodass die Summe der gesamten Unternehmensumsätze nach dem Schwerpunktprinzip einem jeweiligen Wirtschaftsbereich zugeordnet wird. Dies führt zu umso schwerwiegenderen Verzerrungen der errechneten Kennzahlen, je feingliederiger die Wirtschaftsbereiche unterteilt sind. Ebenso wird jegliche Außenhandelstätigkeit in den allermeisten Untersuchungen ausgeblendet, indem aufgrund fehlender Informationen weder Exporte noch Importe Berücksichtigung finden.

**388.** Trotz der diskutierten Probleme stehen häufig keine alternativen Wettbewerbsindikatoren zur Verfügung, was die noch immer häufige Nutzung von Konzentrationskennzahlen als Indikator für Wettbewerbsintensität in wissenschaftlichen Studien und der Kartellrechtspraxis erklärt.<sup>135</sup> Allerdings verwundert das oftmalige Fehlen einer angemessenen Diskussion der Aussagefähigkeit konzentrationsstatistischer Kennzahlen gerade in der empirischen Wirtschaftswissenschaft. Dies gilt gerade auch im Kontext der Diskussion um ein US-amerikanisches Konzentrations- und Wettbewerbsproblem.<sup>136</sup> Die Monopolkommission hält eine sektorübergreifende Auswertung konzentrationsstatistischer Kennzahlen auf der Grundlage der amtlichen Unternehmensstatistik für stark disaggregierte Wirtschaftsbereiche für zu wenig aussagefähig bis irreführend.<sup>137</sup> Aus einer stark aggregierten Analyse können hingegen allgemeine Aussagen über die gesamtwirtschaftliche Unternehmenskonzentration abgeleitet werden, die insbesondere einen Vergleich mit Studien für die USA ermöglichen. Hierbei gilt jedoch stets die eingeschränkte Aussagekraft insbesondere der absoluten Werte statistischer Konzentrationskennzahlen. Beispielsweise ist für die tatsächliche Konzentration von Marktanteilen auf deutschen Märkten möglicherweise wenig aussagekräftig, wie konzentriert sich die insgesamt im In- und Ausland generierten Umsätze von im Inland ansässigen Unternehmen darstellen. Dies trifft insbesondere auf eine stark in den internationalen Handel integrierte Volkswirtschaft wie Deutschland zu. Nichtsdestotrotz kann die Entwicklung derartiger Kennzahlen über die Zeit ein Indikator für eine Zu- oder Abnahme der Unternehmenskonzentration sein, wenn man von ansonsten hinreichend unveränderten Bedingungen ausgeht.

**389.** Die Monopolkommission analysiert im Folgenden die Entwicklung durchschnittlicher Herfindahl-Hirschman-Indizes des Statistischen Bundesamtes für den Zeitraum 2007 bis 2015. Der Herfindahl-Hirschman-Index (HHI) berechnet sich für ein Jahr (t) als Summe der quadrierten Umsatzanteile (s) aller Anbieter (i) eines Marktes (j) und ist damit ein Maß für die Konzentration der Umsatzanteile auf einem Markt:

$$HHI_{jt} = \sum_{i \in j, t} s_{ijt}^2$$

Der Wertebereich des HHI liegt hier zwischen 0 und 10.000, wobei 10.000 den Monopolfall beschreibt. Für die nachfolgende Untersuchung wurden jeweils die Umsatzanteile innerhalb eines 4-Steller-Wirtschaftszweigs nach der Wirtschaftszweigklassifikation 2008 verwendet, dem die Unternehmen nach dem Umsatzschwerpunktprinzip zugerechnet wurden. Im Rahmen einer Sonderauswertung für die Monopolkommission auf der Grundlage des Unternehmensregisters des Statistischen Bundesamtes wurden bei der Umsatzanteilsbestimmung alle Unternehmen eines Wirtschaftszweiges (im amtsstatistischen Sinne rechtlich selbstständiger Einheiten) zu Wirtschaftseinheiten zusammengefasst, wenn sie über mehrheitliche Kapitalbeteiligungen einem gemeinsamen Gruppenober-

<sup>135</sup> Valletti, T., Concentration trends in Europe, Präsentation CRA-Jahreskonferenz in Brüssel am 12. Dezember 2017; Autor, D. u. a., a. a. O.

<sup>136</sup> Vgl. hierzu Ohlhausen, M. K., a. a. O.

<sup>137</sup> In der Vergangenheit hat die Monopolkommission in ihren Hauptgutachten derartige Kennzahlen regelmäßig ausgewiesen (vgl. Monopolkommission, XVIII. Hauptgutachten, a. a. O., Tz. 89ff.).

haupt zugerechnet werden können und damit als Unternehmensgruppe gelten. Da derartige Unternehmensverflechtungen nicht im Rahmen einer Primärerhebung vom Statistischen Bundesamt erfasst werden, wurden diese Informationen von privaten Datenanbietern zugespielt.<sup>138</sup> Aus wettbewerblicher Sicht würde die Konzentration andernfalls stark unterschätzt.

### 3.4.2 Preisaufläge

**390.** Zur Messung der tatsächlichen Wettbewerbsintensität auf Märkten werden bevorzugt Kennzahlen verwendet, die sich an ökonomischen Gewinnmargen orientieren. Ökonomische Gewinnmargen ( $\mu$ ) beschreiben die Spanne zwischen den Grenzkosten der Produktion eines Gutes ( $\lambda$ ), d. h. den Kosten der letzten produzierten Einheit dieses Gutes, und dessen Preis (P):

$$\mu_{it} = \frac{P_{it}}{\lambda_{it}}$$

Im Gegensatz zu ausgewiesenen Gewinnen werden im theoretischen Fall des perfekten Wettbewerbs keine ökonomischen Gewinne erwirtschaftet, weil die Produktpreise den Grenzkosten der Produktion entsprechen. Sobald ein Unternehmen jedoch über die Möglichkeit verfügt, seine Produktpreise über Grenzkosten- bzw. Wettbewerbsniveau anzuheben, erwirtschaftet es ökonomische Gewinne. Diesem Konzept folgend, sind ökonomische Gewinnaufschläge ein geeigneter Indikator zur Bestimmung von Marktmacht. Hierbei gilt es jedoch zu bedenken, dass auf realen Märkten in aller Regel kein idealtypischer Wettbewerb anzunehmen ist und jedem Anbieter, etwa durch Produktheterogenität, ein gewisses Maß an Marktmacht zukommt. Neben dem wesentlichen Validitätsvorteil bezüglich der Wettbewerbsmessung gewinnorientierter Kennzahlen haben diese insbesondere im Rahmen intersektoraler Untersuchungen den Vorteil, anbieterspezifisch berechnet werden zu können und dadurch keiner Markt- abgrenzung zu bedürfen.

**391.** Die empirische Ermittlung ökonomischer Gewinnmargen einzelner Unternehmen ist jedoch nicht unproblematisch. Grund hierfür ist hauptsächlich die fehlende Verfügbarkeit von Informationen zu den Grenzkosten bzw. den ökonomischen Kosten der Produktion. Zusätzlich sind in länder- und sektorübergreifenden Unternehmensdatenbanken keine produktspezifischen Informationen verfügbar, da diese hauptsächlich Informationen aus dem externen Rechnungswesen erfassen. Eine Methode, die Marktmacht von Unternehmen auf der Grundlage von Bilanzdaten zu approximieren, wurde kürzlich von De Loecker sowie De Loecker und Warzynski vorgeschlagen und findet seither in der empirischen wirtschaftswissenschaftlichen Forschung regelmäßig Anwendung.<sup>139</sup> Neben der generellen Möglichkeit, Preisaufläge auf Unternehmensebene aus Bilanzdaten zu approximieren, sind weitere Vorteile dieser Methode unter anderem, dass weder eine Zeitkonstanz dieser Preisaufläge noch konstante Skalenerträge angenommen werden müssen, wie es bei anderen Methoden der Fall ist.<sup>140</sup> Die Monopolkommission verwendet diese Methode im Folgenden, um eine Einschätzung der Entwicklung der Marktmacht in Deutschland und Europa zu ermöglichen.

**392.** Ein Preisauflag ( $\mu$ ) im Sinne ökonomischer Gewinnmargen kann nach De Loecker und Warzynski durch das Verhältnis der Faktorpreiselastizität der Ausbringung für einen variablen Produktionsfaktor ( $\theta_{it}^X$ ) und des Umsatzanteils der Kosten dieses Produktionsfaktors bestimmt werden:

$$\mu_{it} = \theta_{it}^X \left( \frac{P_{it}^X X_{it}}{P_{it} Q_{it}} \right)^{-1}$$

<sup>138</sup> Sturm, R./Tümmler, T./Opfermann, R., Unternehmensverflechtungen im statistischen Unternehmensregister, *Wirtschaft und Statistik* 8/2009, S. 764–773.

<sup>139</sup> De Loecker, J., Recovering markups from production data, *International Journal of Industrial Organization*, 29(3), 2011, S. 350–355; De Loecker, J./Warzynski, F., Markups and Firm-Level Export Status, *American Economic Review*, 102(6), 2012, S. 2437–2471.

<sup>140</sup> Vgl. hierzu zeitkonstante Schätzungen von Preisauflägen auf Wirtschaftszweigebene u. a. bei Christopoulou, R./Vermeulen, P., Markups in the Euro Area and the US over the Period 1981-2004, ECB Working Paper, Nr. 856, Januar 2008.

Die Faktorpreiselastizität der Ausbringung wird hierbei mittels ökonomischer Schätzung einer Produktionsfunktion ermittelt.<sup>141</sup> Diese Methode basiert auf der Annahme, dass ein Anbieter unter hohem Wettbewerbsdruck seine Preise senken (erhöhen) wird, wenn die Kosten der jeweiligen variablen Produktionsfaktoren sinken (steigen). Betrachtet man lediglich einen Produktionsfaktor, so verändert sich der Preis proportional zum Anteil dieses Produktionsfaktors an den gesamten Produktionskosten, wenn perfekter Wettbewerb herrscht und die Preise den Grenzkosten entsprechen. In diesem Fall gäbe es keinen Preisaufschlag und  $\mu$  hätte den Wert 1. Senkt ein Anbieter seine Preise gar nicht oder unterproportional zu einer Kostensenkung bezüglich des benötigten Produktionsfaktors, so werden Kostenvorteile nicht an die Kunden weitergegeben. In diesem Fall ist anzunehmen, dass ein Anbieter über eine gewisse Marktmacht verfügt, da er andernfalls auf einem idealtypischen Wettbewerbsmarkt nicht konkurrenzfähig wäre. In diesem Fall würde  $\mu$  einen Wert über 1 annehmen.

**393.** Bei der zur Ermittlung von Preisauflagen verwendeten Datengrundlage handelt es sich um eine europäische Unterstichprobe der Unternehmensdatenbank Orbis des Datenanbieters Bureau van Dijk.<sup>142</sup> Die verwendeten Informationen zu Finanzkennzahlen werden durch nationale Vertragspartner des Datenanbieters aus Handelsbilanzen und Gewinn- und Verlust-Rechnungen zusammengetragen und vor dem Hintergrund internationaler Vergleichbarkeit in einem standardisierten Format aufbereitet. Dies ermöglicht eine grenzübergreifende mikrodatenbasierte Untersuchung, die mit Daten nationaler statistischer Ämter nicht mit vergleichbarem Aufwand durchführbar ist. Die für die folgenden Auswertungen aufbereiteten Unternehmensdaten umfassen die Zeitspanne 2007 bis 2015 und ermöglichen so eine Betrachtung der Entwicklung der Marktmacht vor, nach und während der Krise. Wesentlicher Vorteil der aufbereiteten Datengrundlage ist weiterhin, dass nicht lediglich öffentlich gehandelte Unternehmen erfasst werden, sondern das gesamte Spektrum privater Unternehmen abgedeckt wird. Nichtsdestotrotz handelt es sich bei der Datenbasis weder um eine Vollerhebung, noch liegt ihr eine repräsentative Stichprobenziehung zugrunde, womit Rückschlüsse auf die gesamte Unternehmenspopulation nur eingeschränkt möglich sind.<sup>143</sup>

## 3.5 Ergebnisse: konstante Konzentration und steigende Preisauflagen

### 3.5.1 Konstante Konzentration

**394.** Die durchschnittliche Umsatzkonzentration in deutschen Wirtschaftsbereichen war über den betrachteten Zeitraum 2007 bis 2015 weitgehend konstant. Abbildung II.26 zeigt die Entwicklung des ungewichteten Mittelwertes (arithmetisches Mittel) der Ausprägungen des Herfindahl-Hirschman-Indexes (HHI) für alle 4-Steller-Wirtschaftszweige.<sup>144</sup> Der Wertebereich des HHI liegt hier zwischen 0 und 10.000, wobei 10.000 den Monopolfall beschreibt. Die durchschnittliche Konzentration bewegt sich deutlich unter einem HHI-Wert von 1.500. Der Median, also der Wert, über und unter welchem jeweils genau die Hälfte der Beobachtungen liegt, liegt in allen Jahren konstant unter einem Wert von 1.000. In der US-amerikanischen Kartellrechtspraxis gelten Märkte unter einem HHI-Wert von 1.500 als nicht konzentriert.<sup>145</sup> Im Rahmen der europäischen Fusionskontrolle gelten HHI-Werte zwischen 1.000 und 2.000 grundsätzlich als kartellrechtlich unbedenklich, wenn die Veränderung der Konzentration durch einen Zusammenschluss einen Wert von 250 nicht übersteigt oder der HHI über 2.000 liegt und

<sup>141</sup> Eine formale Herleitung von  $\mu$  sowie eine detaillierte Beschreibung der Produktionsfunktionsschätzung finden sich in Abschnitt 3 des Anhangs.

<sup>142</sup> Eine ausführliche Beschreibung der Datenaufbereitung findet sich in Abschnitt 4 des Anhangs.

<sup>143</sup> Allerdings ergab eine Gegenüberstellung der in den Daten erfassten Umsätze, mit Umsatzschätzungen von Eurostat für das produzierende Gewerbe auf Länderebene im Rahmen des XXI. Hauptgutachtens der Monopolkommission, dass die Abdeckungsquote in immerhin 24 von 30 Ländern über 50 Prozent liegt, in 17 Ländern über 70 Prozent und in 12 Ländern über 80 Prozent (Monopolkommission, XXI. Hauptgutachten, a. a. O., B. Anhang Kapitel III).

<sup>144</sup> Nach der Wirtschaftszweigklassifikation WZ 2008; vgl. hierzu auch Gliederungspunkt 3.4.1.

<sup>145</sup> DOJ/FTC, Horizontal Merger Guidelines, 19. August 2010.

die Veränderung durch den Zusammenschluss weniger als 150 beträgt.<sup>146</sup> Bei derartigen Schwellenwerten zur Interpretation der HHI-Werte kann es sich jedoch lediglich um eine grobe Orientierungshilfe handeln. Zudem ist erneut darauf hinzuweisen, dass die hier ausgewiesenen Werte auf einer Wirtschaftszweigklassifikation der amtlichen Statistik beruhen und daher von der Konzentration in ökonomisch definierten Märkten abweichen können und weder Exporte noch Importe berücksichtigt wurden. Grundsätzlich ist weiterhin anzumerken, dass die Berechnungen zur Unternehmenskonzentration des Statistischen Bundesamtes für die jeweiligen Erhebungsjahre durch methodische Änderungen nicht uneingeschränkt miteinander vergleichbar sind. Beispielsweise wurden Informationen zu Unternehmensgruppen für die Berichtsjahre 2007, 2009, 2011 und 2013 von einem anderen privaten Datenanbieter bezogen als Informationen für das Jahr 2015.

**395.** Während die ungewichtete mittlere Konzentration keine nennenswerten Veränderungen zeigt, weist die nach Umsatzanteilen gewichtete durchschnittliche Konzentration in den letzten Jahren einen sehr leichten Anstieg auf (Abbildung II.26). Eine Gewichtung des durchschnittlichen HHI nach den Umsatzanteilen der jeweiligen Wirtschaftsbereiche am Gesamtumsatz sorgt dafür, dass Wirtschaftsbereiche mit einem größeren gesamtwirtschaftlichen Gewicht auch stärker im Konzentrationsdurchschnitt berücksichtigt werden. Der geringe Anstieg des gewichteten HHI seit 2009 beruht auf dem relativen Umsatzanstieg stärker konzentrierter Wirtschaftsbereiche oder der Konzentrationszunahme in umsatzstarken Wirtschaftsbereichen. So zeigt Abbildung II.26, dass der Umsatzanteil der am stärksten konzentrierten 10 Prozent der Wirtschaftsbereiche von etwa 7 Prozent in 2009 auf fast 9 Prozent in 2015 angestiegen ist.

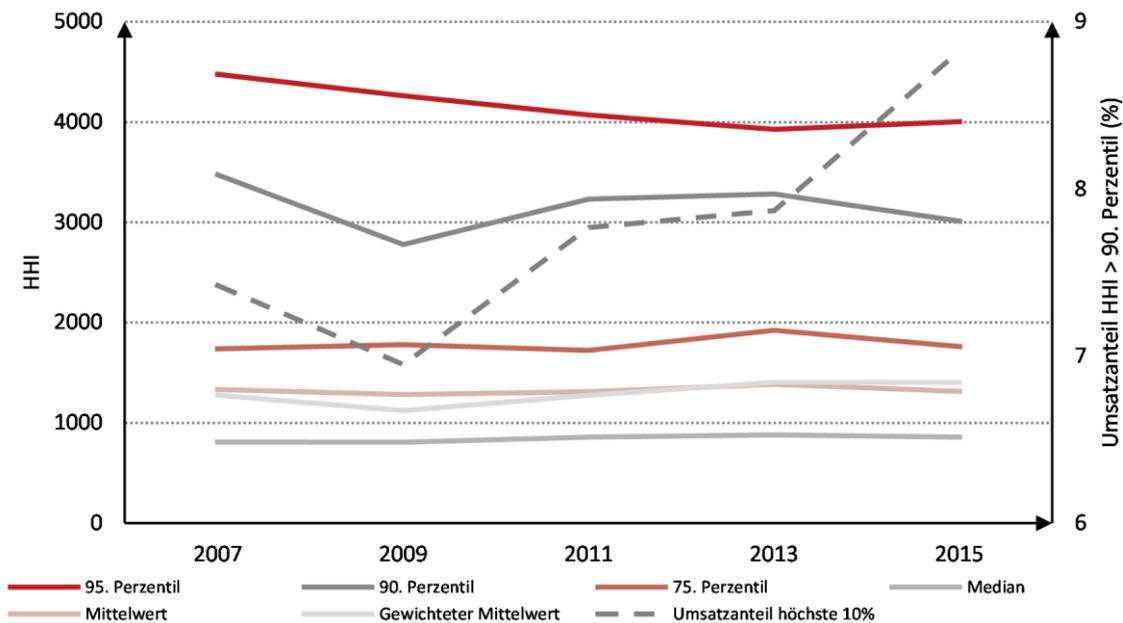
**396.** Auch an der Spitze der Konzentrationsverteilung, d. h., wenn lediglich die am höchsten konzentrierten Wirtschaftszweige betrachtet werden, ist kein ansteigender Trend zu beobachten. Im Gegenteil ist anstelle einer Konzentrationszunahme in ohnehin hoch konzentrierten Wirtschaftsbereichen ein leichter Rückgang der Konzentration zu beobachten. Während das 90. Perzentil sich über den Beobachtungszeitraum um einen Wert von 3.000 bewegt, sinkt das 95. Perzentil von etwa 4.500 in 2007 auf ungefähr 4.000 in 2015. Das 95. (90.) Perzentil beschreibt den HHI-Wert, über welchem die höchsten 5 (10) Prozent der Beobachtungen liegen. Nichtsdestotrotz deuten die HHI-Werte am oberen Rand der Verteilung auf eine hohe Konzentration in den jeweiligen Wirtschaftszweigen hin. Die US-amerikanischen Wettbewerbsbehörden gehen grundsätzlich bereits bei einem HHI von 2.500 in einem Markt von einem hoch konzentrierten Markt aus.<sup>147</sup> Allerdings liegen gleichfalls 75 Prozent der betrachteten Wirtschaftszweige unter einem HHI von 2.000 (75. Perzentil).

**397.** Insgesamt weist die Entwicklung der Konzentration in Deutschland keinen ansteigenden Trend auf, wie dies beispielsweise in den USA der Fall ist. Gleichfalls gibt es keine Anzeichen für eine überproportionale Konzentrationszunahme in ohnehin hoch konzentrierten Wirtschaftsbereichen. Auch scheint die Wirtschafts- und Finanzkrise nicht zu einer Zunahme der durchschnittlichen Konzentration geführt zu haben. Allerdings weisen immerhin 10 Prozent der untersuchten Wirtschaftszweige in 2015 HHI-Werte von über 3.000 auf, zudem ist eine Verschiebung von Umsatzanteilen in hoch konzentrierte Wirtschaftsbereiche oder eine stärkere Konzentration umsatzstarker Wirtschaftsbereiche zu beobachten. Rückschlüsse auf die tatsächlich vorherrschende Wettbewerbsintensität in den untersuchten Wirtschaftsbereichen sind indes nicht ohne Weiteres möglich. Neben methodischen Gründen ist dies darauf zurückzuführen, dass die Wettbewerbsintensität auch in hoch konzentrierten Märkten hoch sein kann und Konzentrationskennzahlen in derartigen Fällen allenfalls ein wettbewerbliches Risikopotenzial beschreiben.<sup>148</sup>

<sup>146</sup> Leitlinien zur Bewertung horizontaler Zusammenschlüsse gemäß der Ratsverordnung über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen (2004/C 31/03).

<sup>147</sup> DOJ/FTC, Horizontal Merger Guidelines, 19. August 2010.

<sup>148</sup> Vgl. Gliederungspunkt 3.4.

**Abbildung II.26: Konzentrationsentwicklung in Deutschland**

Anm.: Berechnungen auf der Grundlage von Herfindahl-Hirschman-Werten für 4-Steller-Wirtschaftszweige nach WZ 2008 unter Berücksichtigung von Unternehmensgruppen.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage des amtlichen Unternehmensregisters des Statistischen Bundesamtes

### 3.5.2 Steigende Preisaufschläge

**398.** Im Gegensatz zur relativ konstanten Konzentrationsentwicklung steigt der durchschnittliche Preisaufschlag in Deutschland seit 2013 an. Der für jeweils einzelne Unternehmen berechnete Preisaufschlag ist ein Indikator für deren Marktmacht, indem er das Verhältnis von tatsächlichen Preisen zu Preisen unter idealen Wettbewerbsbedingungen approximiert.<sup>149</sup> Abbildung II.27 zeigt einen sehr deutlichen Anstieg sowohl des ungewichteten als auch des mit den Umsatzanteilen der Anbieter gewichteten durchschnittlichen Preisaufschlags in Deutschland im Nachgang zur Krise seit 2013 bzw. bereits 2012.<sup>150</sup> Der durchschnittliche Preisaufschlag liegt in Deutschland dabei im Jahr 2015 über dem vor der Krise im Jahr 2007 und deutet somit auf einen Anstieg der Marktmacht auch im Vergleich zum Vorkrisenniveau hin. Im Vergleich mit anderen EU-Mitgliedstaaten fällt der beobachtete Anstieg ebenfalls relativ stark aus (Abbildung II.27). Der ungewichtete Preisaufschlag zeigt für europäische Mitgliedstaaten ohne Deutschland einen nur sehr schwachen Anstieg in den letzten Jahren, und das Vorkrisenniveau wurde 2015 nicht erreicht.<sup>151</sup>

**399.** Der Anstieg der durchschnittlichen Marktmacht in Deutschland zeigt sich ebenfalls, wenn lediglich Unternehmen in der Stichprobe berücksichtigt sind, für die für den gesamten Zeitraum des beobachteten Anstiegs

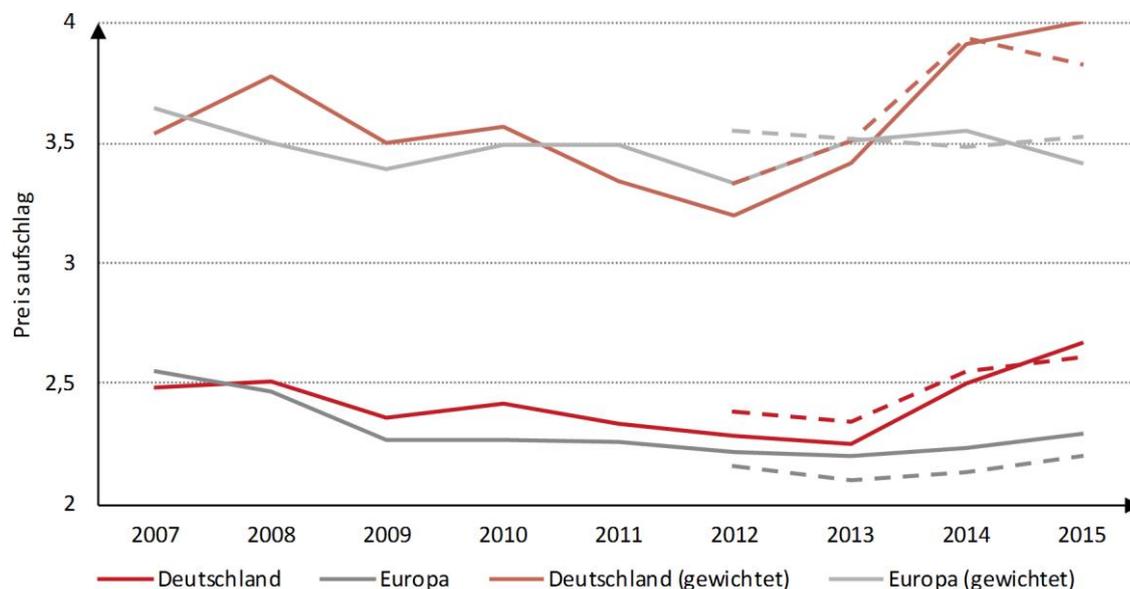
<sup>149</sup> Vgl. Gliederungspunkt 3.4.2.

<sup>150</sup> Bei einer Interpretation der absoluten Werte der Preisaufschläge beschreibt hier ein Preisaufschlag von 1 den Fall, in welchem die Preise den Grenzkosten entsprechen und keine Preisaufschläge aufgrund von Marktmacht festzustellen sind. Ein Preisaufschlag von beispielsweise 2,5 beschreibt einen Preisaufschlag von 150 Prozent. Die hier ermittelten Preisaufschläge für Deutschland und Europa erscheinen sehr hoch, und die geschätzte absolute Höhe kann insbesondere durch das Fehlen von Preis- und Mengeninformationen methodisch bedingt verzerrt sein. Aus diesem Grund wird auf eine ausführliche Interpretation der absoluten Höhen verzichtet und der Fokus stattdessen auf die Veränderung der geschätzten Aufschläge über die Zeit gelegt (vgl. hierzu ausführlicher Anhang 3).

<sup>151</sup> Berücksichtigt wurden folgende EU-Mitgliedstaaten: Belgien, Bulgarien, Tschechien, Deutschland, Estland, Spanien, Finnland, Frankreich, Kroatien, Ungarn, Italien, Norwegen, Polen, Portugal, Rumänien, Schweden, Slowenien, Slowakei. Für eine vergleichbare Untersuchung von Preisaufschlägen in Europa siehe Weche, J./Wambach, A., The Fall and Rise of Market Power in Europe, ZEW Discussion Paper, Nr. 18-003, Januar 2018.

(2012–2015) Werte zur Verfügung stehen (gestrichelte Linien in Abbildung II.27). In einer so balancierten Stichprobe sind demnach keine Anbieter berücksichtigt, die in dieser Zeit aus den jeweiligen Märkten ausgeschieden oder in diese neu eingetreten sind. Ein Vergleich der Ergebnisse auf Basis der unbalancierten und der balancierten Stichprobe ermöglicht Rückschlüsse darauf, ob der Anstieg der durchschnittlichen Preisaufläge möglicherweise auf unternehmensdemografische Veränderungen zurückzuführen ist. Beispielsweise könnten Markteintritte innovativer Anbieter mit Wettbewerbsvorteilen die Ursache sein oder auch Marktaustritte nicht konkurrenzfähiger Anbieter – insbesondere im Rahmen zusätzlicher Belastungen durch die Wirtschafts- und Finanzkrise. Aber auch aus einer methodischen Perspektive ist die Analyse einer balancierten Stichprobe im vorliegenden Kontext geboten. Grund hierfür ist, dass die Finanzinformationen einzelner Unternehmen nicht zeitgleich, sondern mitunter mit großer zeitlicher Verzögerung vom Anbieter in die Datenbank eingepflegt werden. Hieraus ergibt sich ein Abfallen der Anzahl der Beobachtungen zum Ende der Zeitreihe hin („sample attrition“). Ist diese Verzögerung systematisch mit dem beobachteten Merkmal korreliert, führt sie zu einer Verzerrung der Ergebnisse. Um sicherzustellen, dass der Anstieg von Preisauflägen nicht allein auf eine datenadministrative Verzögerung zurückzuführen ist, kann eine balancierte Stichprobe mit konstanter Beobachtungsanzahl analysiert werden. Allerdings kann hier wiederum kein unternehmensdemografischer Effekt berücksichtigt werden. Die Entwicklung der Preisaufläge in der balancierten Stichprobe in Abbildung II.27 zeigt einerseits, dass der beobachtete Anstieg robust gegenüber Veränderungen der Stichprobengröße ist, und andererseits, dass ein Anstieg der Preisaufläge nicht allein durch unternehmensdemografische Entwicklungen verursacht wird, sondern sich auch bei Anbietern zeigt, die durchweg auf Märkten aktiv waren.

**Abbildung II.27: Preisaufläge in Deutschland und Europa**



Anm.: Gestrichelte Linien bezeichnen Werte für balancierte Stichproben. Gewichtung nach Umsatzanteilen. Für die im europäischen Durchschnitt berücksichtigten Mitgliedstaaten vgl. Fn. 151.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage der Orbis-Unternehmensdatenbank (Bureau van Dijk)

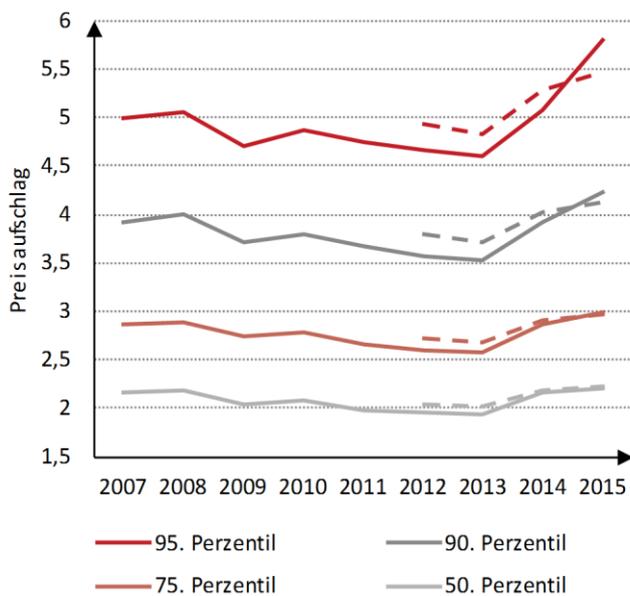
**400.** Die Analyse der Entwicklung von Preisauflägen entlang ihrer Verteilung zeigt einen überproportionalen Anstieg von Preisauflägen an der Verteilungsspitze, d. h. bei Unternehmen, die ohnehin hohe Preisaufläge aufweisen (Abbildung II.28a und b). Je höher das betrachtete Perzentil, desto stärker fällt in den Jahren 2014 und 2015 der Anstieg aus. Ein Perzentil  $p$  mit einem Wert  $x$  gibt an, wie viel Prozent  $p$  der Beobachtungen der Stichprobe eine Ausprägung unterhalb eines Wertes  $x$  aufweisen. Dies ist ein Hinweis darauf, dass zuletzt ohnehin marktmächtige Unternehmen ihre Marktmacht weiter ausgebaut haben, und zwar in größerem Umfang, als dies Unternehmen mit relativ geringerer Marktmacht getan haben. Allerdings ist für alle betrachteten Perzentile ein

absoluter Anstieg zu beobachten, sogar für den Median, den Wert, unter und über welchem genau 50 Prozent der Beobachtungen liegen. Damit unterscheidet sich das Bild für Deutschland deutlich von dem für die USA, wo ein – zudem deutlich stärkerer – Anstieg von Preisauflschlägen ausschließlich in der oberen Verteilungshälfte zu beobachten ist.<sup>152</sup> Die Veränderungen von Preisauflschlägen in anderen EU-Mitgliedstaaten verlaufen entlang ihrer Verteilung weitestgehend symmetrisch.

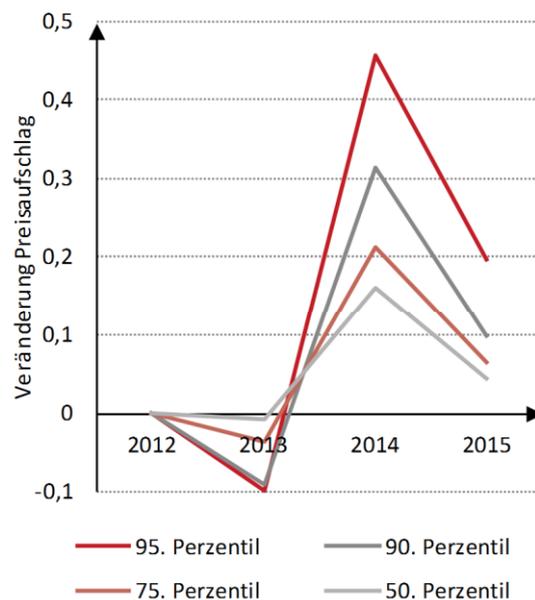
**401.** Bemerkenswert erscheint weiterhin, dass die Unternehmen mit den höchsten Preisauflschlägen ihren Umsatzschwerpunkt in den vergleichsweise hoch konzentrierten Wirtschaftszweigen haben. Abbildung II.29 zeigt die Entwicklung der durchschnittlichen Preisauflschläge nach Konzentration der Wirtschaftszweige. Dafür wurde die Menge der Wirtschaftszweige in vier gleich große Gruppen unterteilt, die jedoch nach der Höhe des HHI sortiert sind. Deutlich ist zu erkennen, dass Unternehmen, die ihren Umsatzschwerpunkt in der höchsten und zweithöchsten HHI-Gruppe haben, auch den höchsten und zweithöchsten durchschnittlichen Preisauflschlag aufweisen, und zwar über die gesamte Beobachtungsperiode hinweg. Der durchschnittliche Preisauflschlag in den unteren beiden HHI-Gruppen folgt dieser positiven Korrelation in den meisten Jahren, jedoch nicht in allen.

**Abbildung II.28: Verteilung von Preisauflschlägen in Deutschland**

a) Verteilung der Preisauflschläge



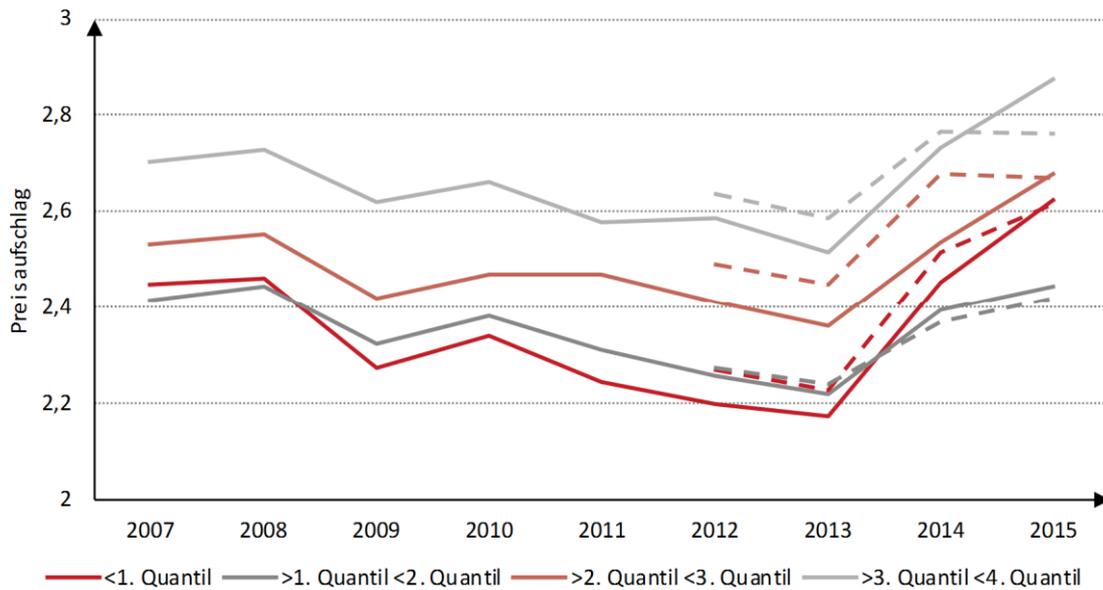
b) Veränderung zum Vorjahr



Anm.: Gestrichelte Linien bezeichnen Werte für eine balancierte Stichprobe. In Abbildung b) sind alle Werte für eine balancierte Stichprobe.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage der Orbis-Unternehmensdatenbank (Bureau van Dijk)

<sup>152</sup> De Loecker, J./Eeckhout, J., a. a. O.

**Abbildung II.29: Durchschnittliche Preisauflschläge nach HHI-Verteilung**

Anm.: Gestrichelte Linien bezeichnen Werte für eine balancierte Stichprobe.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage der Orbis-Unternehmensdatenbank (Bureau van Dijk)

### 3.5.3 Anstieg ausgewiesener Unternehmensgewinne

**402.** Parallel zum Anstieg der Preisauflschläge steigen in Deutschland auch die durchschnittlichen ausgewiesenen Unternehmensgewinne. Die in Abbildung II.30 betrachteten durchschnittlichen Gewinnmargen beziehen sich auf Umsatzrenditen, gemessen als das Verhältnis von Gewinnen vor Zinsen und Steuern (EBIT) zu den Umsätzen.<sup>153</sup> Der Anstieg der Gewinnmargen ist in Abbildung II.30 nicht nur für Deutschland, sondern ebenso im europäischen Durchschnitt zu erkennen. Darüber hinaus steigen die Gewinnmargen sowohl in den unbalancierten als auch in den balancierten Stichproben.

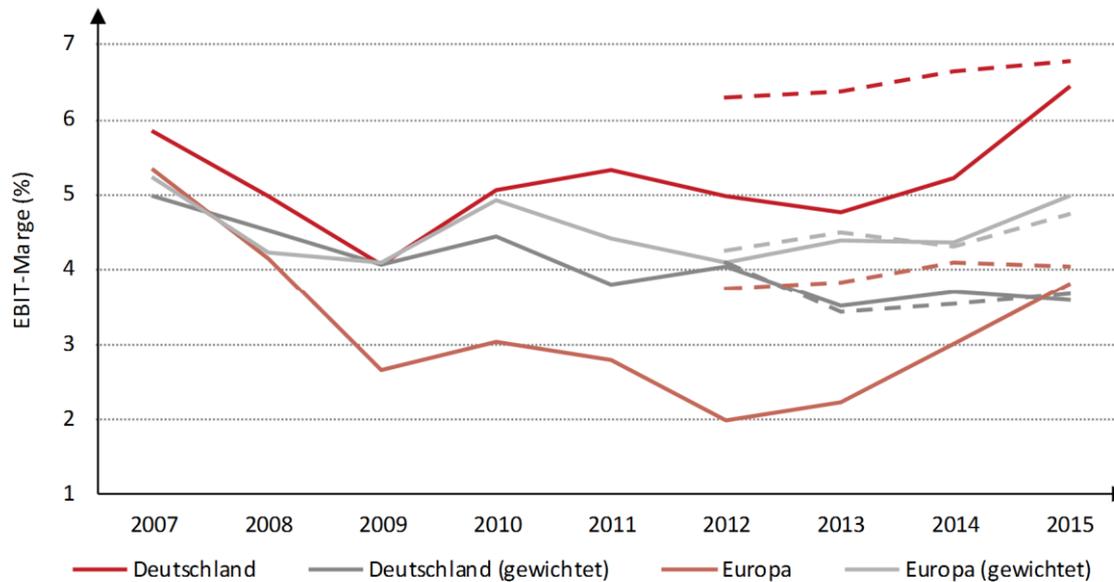
**403.** Steigende buchhalterische Gewinnmargen deuten darauf hin, dass steigende Preisauflschläge tatsächlich ein Indikator für steigende Marktmacht sein können. Grund hierfür ist, dass die berechneten Preisauflschläge auf der Faktorpreiselastizität der Ausbringung für variable Produktionsfaktoren beruhen.<sup>154</sup> Wenn also die Gewinne bezüglich eines variablen Produktionsfaktors steigen, könnten diese zur Deckung von Fixkosten benötigt werden und würden somit keine Gewinne über Wettbewerbsniveau bedeuten.<sup>155</sup> Wären jedoch steigende Fixkosten für den beobachteten Anstieg der Preisauflschläge verantwortlich, zum Beispiel im Rahmen eines technologischen Wandels, so blieben die ausgewiesenen Unternehmensgewinne – unter sonst gleichen Umständen – unverändert.

**404.** Ein Anstieg der ausgewiesenen Unternehmensgewinne zeigt sich in Deutschland nicht, wenn diese mit Umsatzanteilen der Unternehmen gewichtet werden. Dies könnte den stärkeren Anstieg der Preisauflschläge im gewichteten Durchschnitt (vgl. Abbildung II.30) mit den höheren Investitionskosten relativ umsatzstarker Anbieter erklären. Auch im europäischen Durchschnitt ist kein deutlicher Anstieg der gewichteten EBIT-Margen zu erkennen.

<sup>153</sup> Bleiben buchhalterische Abschreibungen bei der Ermittlung der Gewinnmarge unberücksichtigt (EBITDA), so ist auch bezüglich des gewichteten Durchschnitts ein Anstieg zu erkennen.

<sup>154</sup> Vgl. Gliederungspunkt 3.4.2.

<sup>155</sup> De Loecker, J./Eeckhout, J., a. a. O.

**Abbildung II.30: Entwicklung der ausgewiesenen Unternehmensgewinne in Deutschland und Europa**

Anm.: Gestrichelte Linien bezeichnen Werte für eine balancierte Stichprobe. Die EBIT-Marge beschreibt das Verhältnis buchhalterischer Gewinne vor Zinsen und Steuern zum Umsatz.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage der Orbis-Unternehmensdatenbank (Bureau van Dijk)

### 3.5.4 Starke sektorspezifische Unterschiede

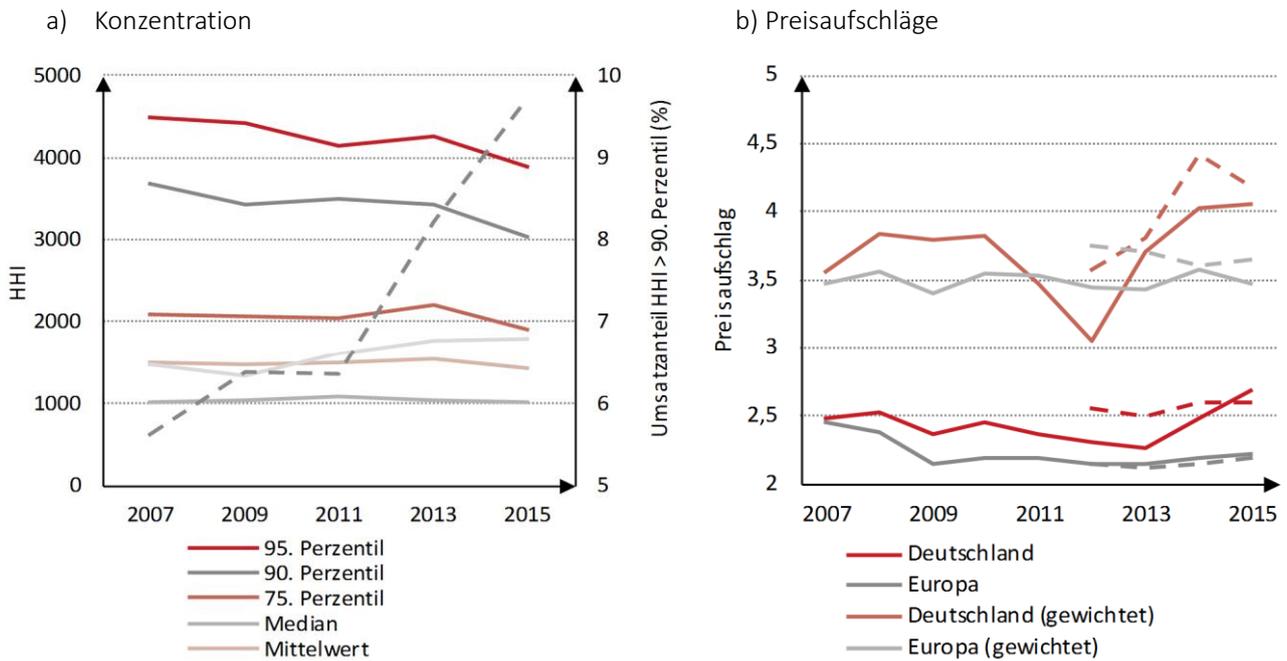
**405.** Die Betrachtung der Entwicklung von Umsatzkonzentration und Preisauflägen in einzelnen Wirtschaftsbereichen zeigt große Unterschiede. Bezüglich der Umsatzkonzentration zeigt sich im produzierenden Gewerbe ein ähnliches Bild wie im gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt (Abbildung II.31a). Im Dienstleistungssektor jedoch ist bei konstantem ungewichtetem durchschnittlichem HHI ein leicht sinkender gewichteter durchschnittlicher HHI erkennbar (Abbildung II.32a). Dies liegt entweder an einer Verlagerung von Umsatzanteilen von hoch konzentrierten Bereichen hin zu weniger konzentrierten Bereichen oder an einer stärker steigenden Konzentration in umsatzschwächeren Bereichen. Veranschaulicht wird dieser Prozess durch das Sinken des Umsatzanteils der am höchsten konzentrierten 10 Prozent der Wirtschaftszweige von 17 Prozent in 2007 auf unter 11 Prozent in 2015. Im Dienstleistungssektor weisen sowohl das 95. Perzentil als auch das 90. Perzentil in 2015 ein niedrigeres Niveau als noch vor der Krise in 2007 auf. Im Handel stellt sich der gewichtete HHI-Durchschnitt über die Zeit konstant dar, und der ungewichtete Durchschnitt steigt leicht an (Abbildung II.33a). Anders als im produzierenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor steigen im Handel jedoch die oberen Perzentile ab 2011 überproportional zum Median. Für die Sektoren Bau und Infrastruktur ist über die beobachtete Zeitspanne kein Konzentrationstrend erkennbar (Abbildung II.34a). Auffällig sind jedoch deutliche Ausschläge am oberen Ende der HHI-Verteilung sowie bezüglich des Umsatzanteils der konzentriertesten 10 Prozent der Wirtschaftszweige, die möglicherweise auf Auswirkungen der Krise und die damit einhergehenden Konjunkturförderprogramme zurückzuführen sind. Das Niveau der durchschnittlichen Konzentration (arithmetisches Mittel) liegt in fast allen Sektoren etwa zwischen 1.500 und 2.000. Im Handel bewegt sich die durchschnittliche Konzentration jedoch um einen Wert von 1.000. Die oberen HHI-Perzentile (Perzentil 90 und 95) liegen im Bau- und Infrastruktursektor 2015 mit über 4.000 bzw. 6.000 deutlich höher als in den anderen betrachteten Sektoren.

**406.** Bezüglich der Preisauflägen ist im produzierenden Gewerbe ein Anstieg lediglich im gewichteten Durchschnitt, nach einem Tiefpunkt in 2012, erkennbar (Abbildung II.31b). Dies entspricht dem Ergebnis der Konzentrationsanalyse, dass sich im produzierenden Gewerbe entweder die Umsätze anteilmäßig in höher konzentrierte Wirtschaftszweige verlagern oder sich umsatzstarke Wirtschaftszweige stärker konzentrieren. Im europäischen Durchschnitt lässt sich kein nennenswerter Anstieg der Preisauflägen im produzierenden Gewerbe ausmachen.

Im Dienstleistungssektor ist nach der Krise ein Anstieg insbesondere der ungewichteten Preisauflschläge in Deutschland ersichtlich, und das Niveau in 2015 übersteigt dasjenige vor der Krise in 2007 (Abbildung II.32b). Für andere europäische Länder ist kein vergleichbarer Anstieg im Nachgang zur Krise erkennbar, und das Niveau der Preisauflschläge liegt 2015 deutlich unter dem Niveau von 2007. Im Handel ist ebenfalls ein Anstieg der Preisauflschläge in Deutschland erkennbar, welcher sich im europäischen Vergleich nicht zeigt (Abbildung II.33b). Für den Bau- und Infrastruktursektor ist weder für Deutschland noch für Europa ein eindeutiger Entwicklungstrend bis 2015 erkennbar (Abbildung II.34b).

**407.** Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass selbst zwischen sehr grob definierten Wirtschaftsbereichen enorme Unterschiede bezüglich des Stands und der Entwicklung sowohl von Konzentrationskennzahlen als auch von Preisauflschlägen zu beobachten sind. Eine pauschale Übertragung gesamtwirtschaftlicher Trends auf einzelne Wirtschaftsbereiche und Märkte ist daher nicht möglich. Ein grundsätzlicher Konzentrationstrend ist allerdings auch auf sektoraler Ebene nicht erkennbar. Aus wettbewerblicher Perspektive bemerkenswert sind allenfalls über die Zeit relativ konstant hohe HHI-Werte in manchen Wirtschaftszweigen, wie etwa im Bau- und Infrastruktursektor, und ein überproportionaler Anstieg der HHI-Werte in ohnehin hoch konzentrierten Wirtschaftszweigen im Handel. Hier könnten weitergehende Untersuchungen angebracht erscheinen. Dagegen scheint ein Anstieg der marktmachtbedingten Preisauflschläge wesentlich bedeutsamer.

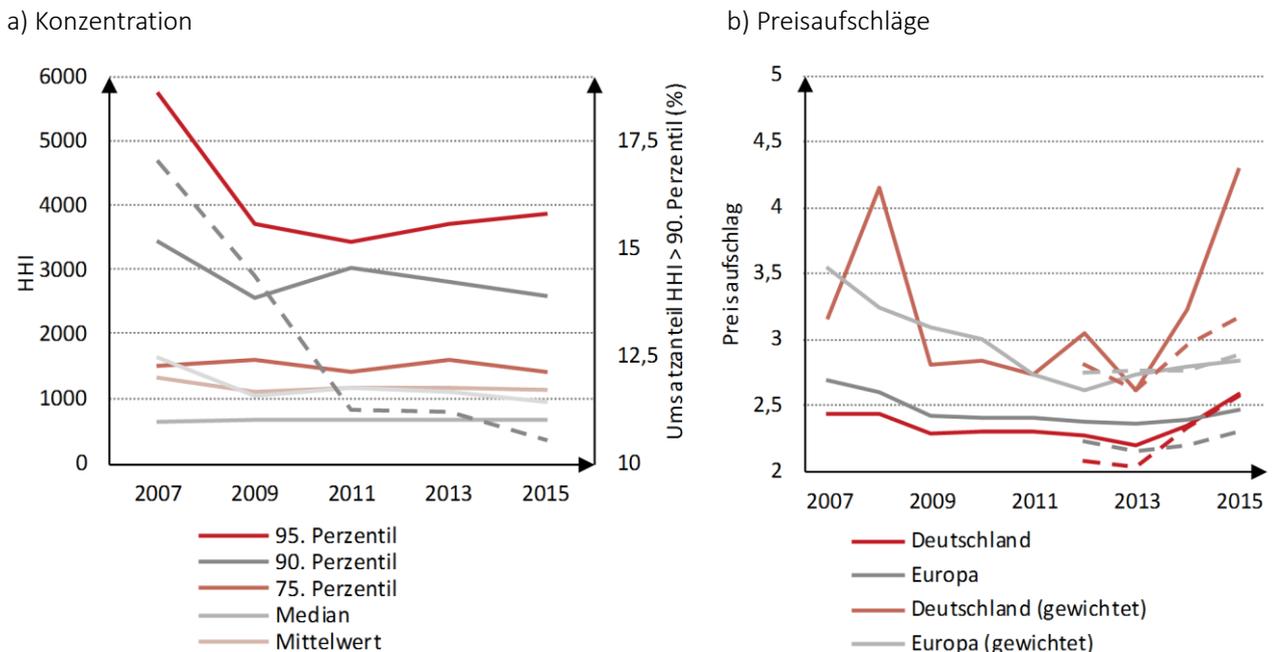
**Abbildung II.31: Konzentration und Marktmacht im produzierenden Gewerbe**



Anm.: a) Berechnungen auf der Grundlage von Herfindal-Hirschman-Werten für 4-Steller-Wirtschaftszweige nach WZ 2008 unter Berücksichtigung von Unternehmensgruppen. b) Gestrichelte Linien bezeichnen Werte für eine balancierte Stichprobe. Gewichtung nach Umsatzanteilen.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage a) des amtlichen Unternehmensregisters des Statistischen Bundesamtes, b) der Orbis-Unternehmensdatenbank (Bureau van Dijk)

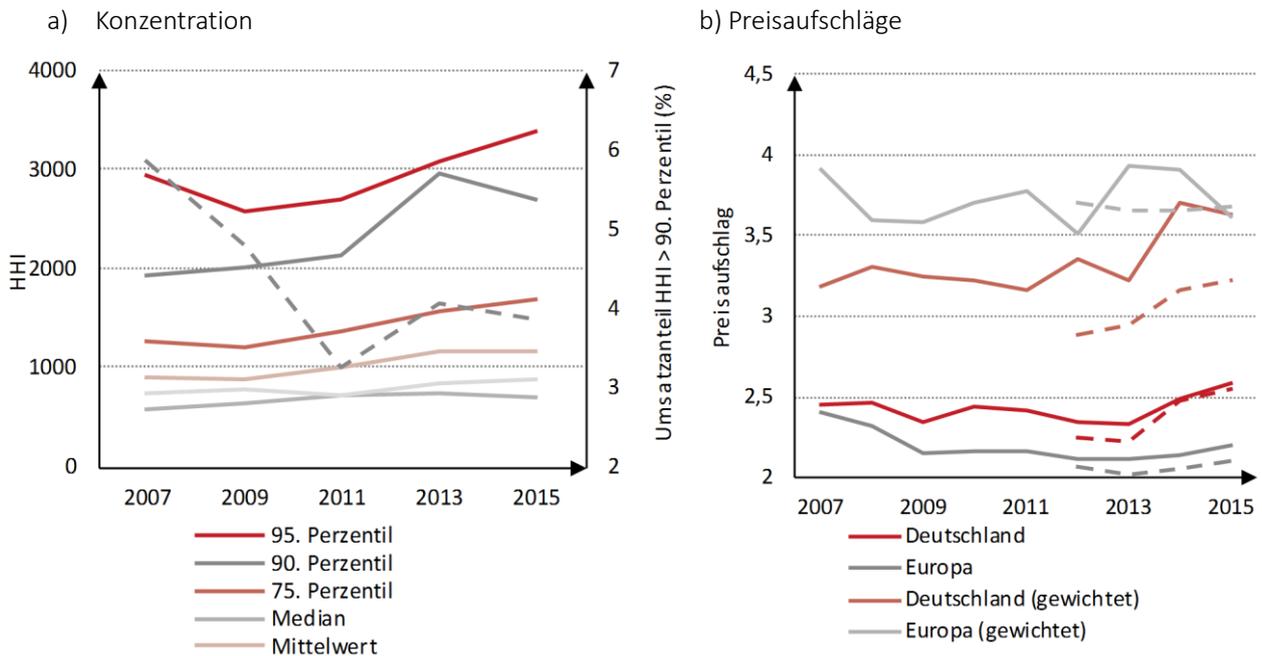
**Abbildung II.32: Konzentration und Marktmacht im Dienstleistungssektor**



Anm.: a) Berechnungen auf der Grundlage von Herfindal-Hirschman-Werten für 4-Steller-Wirtschaftszweige nach WZ 2008 unter Berücksichtigung von Unternehmensgruppen. b) Gestrichelte Linien bezeichnen Werte für eine balancierte Stichprobe. Gewichtung nach Umsatzanteilen

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage a) des amtlichen Unternehmensregisters des Statistischen Bundesamtes, b) der Orbis-Unternehmensdatenbank (Bureau van Dijk)

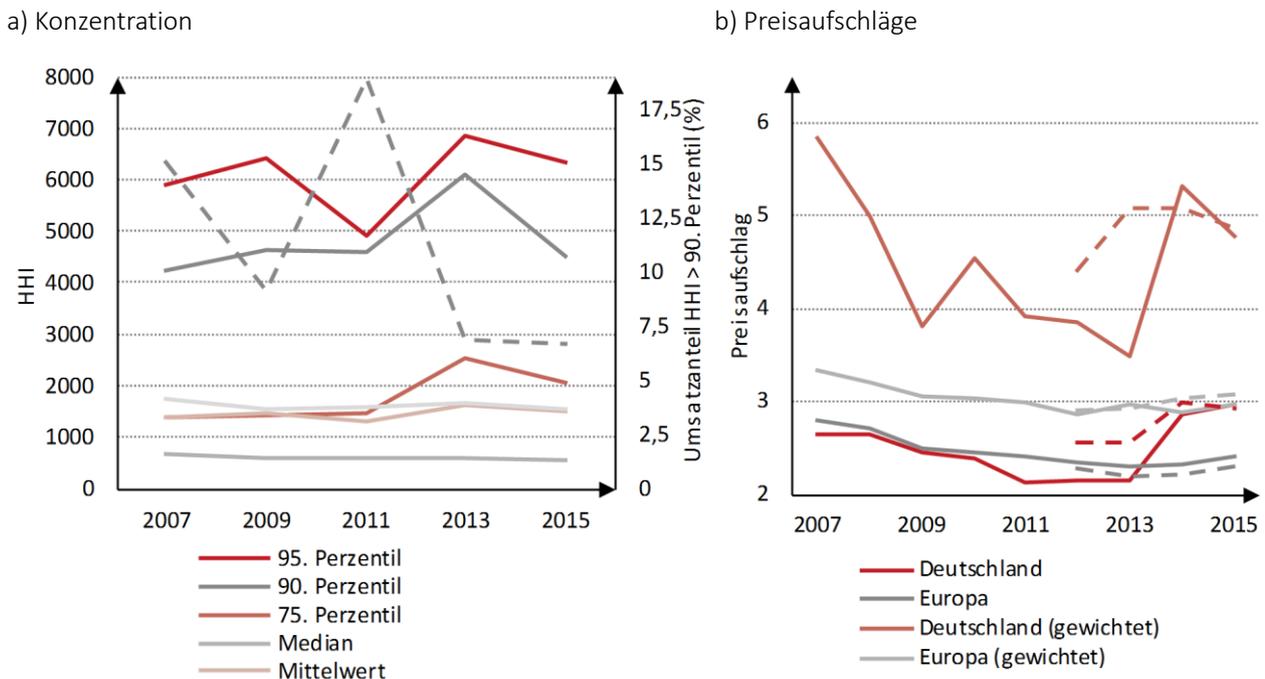
**Abbildung II.33: Konzentration und Marktmacht im Handel**



Anm.: a) Berechnungen auf der Grundlage von Herfindal-Hirschman-Werten für 4-Steller-Wirtschaftszweige nach WZ 2008 unter Berücksichtigung von Unternehmensgruppen. b) Gestrichelte Linien bezeichnen Werte für eine balancierte Stichprobe. Gewichtung nach Umsatzanteilen

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage a) des amtlichen Unternehmensregisters des Statistischen Bundesamtes, b) der Orbis-Unternehmensdatenbank (Bureau van Dijk)

**Abbildung II.34: Konzentration und Marktmacht im Baugewerbe und Infrastrukturbereich**



Anm.: a) Berechnungen auf der Grundlage von Herfindal-Hirschman-Werten für 4-Steller-Wirtschaftszweige nach WZ 2008 unter Berücksichtigung von Unternehmensgruppen. b) Gestrichelte Linien bezeichnen Werte für eine balancierte Stichprobe. Gewichtung nach Umsatzanteilen

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage a) des amtlichen Unternehmensregisters des Statistischen Bundesamtes, b) der Orbis-Unternehmensdatenbank (Bureau van Dijk)

### 3.6 Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

**408.** Die Entwicklung der Konzentration in Deutschland weist keinen ansteigenden Trend auf, wie dies beispielsweise in den USA der Fall ist. Gleichfalls gibt es keine Anzeichen für eine überproportionale Konzentrationszunahme in ohnehin hoch konzentrierten Wirtschaftsbereichen. Auch scheint die Wirtschafts- und Finanzkrise nicht zu einer Zunahme der durchschnittlichen Konzentration geführt zu haben. Allerdings ist ein immer ausgeprägteres Zusammentreffen einer überdurchschnittlichen Konzentration und des gesamtwirtschaftlichen Gewichts im Sinne des Umsatzanteils von Wirtschaftszweigen zu beobachten. Dies liegt entweder daran, dass sich Umsatzanteile zu höher konzentrierten Wirtschaftszweigen verlagern oder dass sich umsatzstarke Wirtschaftszweige überdurchschnittlich konzentrieren. Rückschlüsse auf die tatsächlich vorherrschende Wettbewerbsintensität in den untersuchten Wirtschaftsbereichen sind indes nicht ohne Weiteres möglich. Neben methodischen Gründen ist dies darauf zurückzuführen, dass die Wettbewerbsintensität auch in hoch konzentrierten Märkten hoch sein kann und Konzentrationskennzahlen in derartigen Fällen allenfalls ein wettbewerbliches Risikopotenzial beschreiben.

**409.** Im Gegensatz zur relativ konstanten Konzentrationsentwicklung steigt der durchschnittliche Preisaufschlag in Deutschland seit 2013 und lag 2015 auf einem höheren Niveau als noch vor der Finanz- und Wirtschaftskrise in 2007. Dieser Anstieg ist nicht allein auf unternehmensdemografische Ursachen zurückzuführen. Weiterhin zeigt die Analyse der Entwicklung von Preisaufschlägen entlang ihrer Verteilung einen überproportionalen Anstieg an der Verteilungsspitze, d. h. bei Unternehmen mit ohnehin hohen Preisaufschlägen. Allerdings ist in der gesamten oberen Verteilungshälfte und sogar für den Median, den Wert, unter- und oberhalb dessen genau 50 Prozent der Beobachtungen liegen, ein absoluter Anstieg zu beobachten. Damit unterscheidet sich das Bild für Deutschland deutlich von dem für die USA, wo ein – zudem deutlich stärkerer – Anstieg von Preisaufschlägen ausschließlich in der oberen Verteilungshälfte zu beobachten ist.

**410.** Eine pauschale Übertragung dieser Ergebnisse auf einzelne Wirtschaftsbereiche ist jedoch nicht möglich, da die Betrachtung der Entwicklung von Umsatzkonzentration und Preisaufschlägen in einzelnen Sektoren große Unterschiede zeigt. Ein grundsätzlicher Konzentrationstrend ist allerdings auch auf sektoraler Ebene nicht erkennbar. Aus wettbewerblicher Perspektive bemerkenswert sind allenfalls über die Zeit relativ konstant hohe HHI-Werte in manchen Wirtschaftszweigen, wie etwa im Bau- und Infrastruktursektor, und ein überproportionaler Anstieg der HHI-Werte in ohnehin hoch konzentrierten Wirtschaftszweigen im Handel. Demgegenüber kann im Dienstleistungsbereich sogar ein leicht rückläufiger gewichteter HHI-Durchschnitt beobachtet werden. Der beobachtete Anstieg von Preisaufschlägen erscheint aus einer Wettbewerbsperspektive bedeutsamer als die Konzentrationsentwicklung: Mit Ausnahme der Bereiche Bau und Infrastruktur ist ein solcher Anstieg in Deutschland in allen untersuchten Sektoren zu verzeichnen. Dieser Trend hebt sich von einer relativ konstanten Entwicklung der Preisaufschläge im europäischen Durchschnitt ab.

**411.** Die Monopolkommission sieht demnach Anzeichen für eine durchschnittlich steigende Marktmacht in Deutschland. Diese Entwicklung erscheint jedoch weit weniger dramatisch als in den USA und beschreibt zumindest teilweise eine Wiederherstellung des Vorkrisenniveaus. Allerdings führt die Diskussion um die makroökonomische Bedeutung der Wettbewerbsintensität einmal mehr die grundlegende Bedeutung eines intakten Wettbewerbs für das Funktionieren einer marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnung vor Augen. Dabei darf jedoch nicht außer Acht gelassen werden, dass Marktmacht nicht grundsätzlich zu verurteilen ist und sowohl Investitionsmöglichkeiten schaffen kann als auch Anreize für innovatives Verhalten der Unternehmen bietet.

**412.** Über die Ursachen einer durchschnittlich gestiegenen Marktmacht lässt sich derzeit wenig sagen. Von besonderem Interesse aus der wettbewerbsökonomischen Perspektive ist, ob und inwiefern ein Vollzugsdefizit der Kartellbehörden für einen Marktmachtanstieg verantwortlich sein kann. Ein Blick auf die absolute Anzahl europäischer Fusionsfälle im Beobachtungszeitraum zwischen 2007 und 2015 legt hier keine eindeutigen Schlüsse nahe (vgl. Abbildung A.1): Die weit überwiegende Anzahl von Zusammenschlüssen wurde im Bereich des produzierenden Gewerbes genehmigt, welches jedoch weder den ausgeprägtesten Marktmachtanstieg noch einen grundsätzlichen Konzentrationstrend aufweist. Gerade das Auseinanderfallen der Entwicklung dieser beiden Marktmachtindikatoren, Konzentration und Preisaufschläge, legt nahe, im Rahmen von Zusammenschlusskontrollverfahren ver-

stärkt die Höhe von Preisaufschlägen zu berücksichtigen, um wettbewerbsbeeinträchtigende Effekte nicht zu unterschätzen. Eine Debatte über die verstärkte Berücksichtigung von Preisaufschlägen in der Fusionskontrolle wird bereits geführt.<sup>156</sup> Diese Debatte wird von der Monopolkommission begrüßt.

## 4 Unternehmensverflechtungen über indirekte Minderheitsbeteiligungen

### 4.1 Einleitung

**413.** Im nachfolgenden Abschnitt untersucht die Monopolkommission die wettbewerbsliche Bedeutung institutioneller Investoren. Sie knüpft damit an die Ausführungen im XXI. Hauptgutachten zu diesem Thema an. International wird in diesem Zusammenhang diskutiert, dass Unternehmensverflechtungen über institutionelle Investoren wettbewerbsmindernde Effekte haben könnten. Grund hierfür ist, dass indirekte Unternehmensverflechtungen innerhalb eines Marktes über gemeinsame Anteilseigner möglicherweise die Wettbewerbsintensität zwischen den Wettbewerbern beeinträchtigen könnten, indem sie ein koordiniertes Verhalten vereinfachen könnten oder einzelne Wettbewerber einseitig auf intensiven Wettbewerb verzichten könnten. Die Schadenstheorien zu indirekten Horizontalverflechtungen werden indes bereits international von Kartellbehörden, wie etwa der Europäischen Kommission, im Rahmen von Fusionskontrollentscheidungen berücksichtigt, und die OECD führte kürzlich eine Anhörung zum Thema durch.<sup>157</sup> Dabei darf nicht vergessen werden, dass indirekte Verflechtungen von Wettbewerbern über Beteiligungen branchenfremder Anteilseigner zunächst lediglich ein Marktstrukturphänomen darstellen, welches nicht notwendigerweise negative Auswirkungen auf das Wettbewerbsgeschehen hat. Ebenso wie hoch konzentrierte Märkte mit wenigen Anbietern von intensivem Wettbewerb geprägt sein können, können Anbieter eines Marktes mit denselben Anteilseignern in intensivem Wettbewerb miteinander stehen. Darüber hinaus liegen bislang keine abschließenden Beweise für tatsächlich auftretende Wettbewerbsbeeinträchtigungen vor. Eine wichtige Frage bei der Beurteilung des Problempotenzials indirekter Horizontalverflechtungen ist jene nach Einflussmöglichkeiten von institutionellen Investoren, die in der Regel Beteiligungen von deutlich weniger als 10 Prozent halten, gegenüber ihren Portfoliounternehmen und wie sie diese einsetzen.

**414.** Auslöser der von Wissenschaftlern und Praktikern geführten Debatte waren empirische Studien aus den USA, die erstmals empirische Hinweise auf einen möglichen Zusammenhang zwischen dem Verflechtungsgrad durch institutionelle Investoren und antikompetitiven Effekten finden. Die beiden viel beachteten Forschungsarbeiten haben weitere empirische Studien in diesem noch jungen Forschungsgebiet angestoßen. Eine weitere Folge ist eine andauernde und kontrovers geführte Debatte darüber, ob es (wettbewerbs-)rechtlicher oder regulatorischer Maßnahmen bedarf, um Verflechtungsgrade zu limitieren und potenzielle damit verbundene Wettbewerbsrisiken zu reduzieren. Im Rahmen dieser Diskussion sind eine Reihe unterschiedlicher Konzepte vorgeschlagen worden, die sich stark hinsichtlich des mit ihnen verfolgten Ansatzes und ihrer Reichweite unterscheiden.

**415.** Der folgende Gliederungspunkt 4.2 zeigt den Stand des Verflechtungsgrades durch Minderheitsbeteiligungen institutioneller Investoren in Deutschland und Europa anhand einiger Beispiele. Gliederungspunkt 4.3 befasst sich mit den Kanälen, über die institutionelle Investoren potenziell Einfluss auf ihre Portfoliounternehmen ausüben können. Dort werden ferner praktische und rechtliche Hürden erörtert, die sich beschränkend auf die Einflussmöglichkeiten auswirken. Die Schadenstheorien zu potenziell wettbewerbschädlichen Effekten aufgrund einseitiger Verhaltensweisen (unilateraler Effekte) und koordinierter Effekte werden in Gliederungspunkt 4.4 ausführlich thematisiert. Gliederungspunkt 4.5 beschreibt einige einfache Kennzahlen und Indikatoren, die den Verflechtungsgrad zwischen Unternehmen oder innerhalb eines Marktes aufgrund gemeinsamer Anteilseigner beziffern. Außerdem werden theoretisch fundierte Indikatoren vorgestellt, die Konzentrationseffekte aufgrund von Verflechtungen durch institutionelle Investoren quantifizieren und unter gewissen Annahmen Aussagen über wettbewerbsmin-

<sup>156</sup> Padilla, J., Should Profit Margins Play a More Decisive Role in Horizontal Merger Control?, *Journal of European Competition Law and Practice*, 2018, S. 260–266; Valletti, T./Zenger, H., Should Profit Margins Play a More Decisive Role in Horizontal Merger Control? – A Rejoinder to Jorge Padilla, *Journal of European Competition Law and Practice*, 2018, S. 1–7.

<sup>157</sup> Vgl. hierzu Tz. 457 und Gliederungspunkt 4.7.2 sowie OECD, [www.oecd.org/competition/common-ownership-and-its-impact-on-competition.htm](http://www.oecd.org/competition/common-ownership-and-its-impact-on-competition.htm), Abruf am 12. Juni 2018.

dernde Effekte zulassen. Empirische Studien zu (potenziell antikompetitiven) Effekten von indirekten Horizontalverflechtungen werden in Gliederungspunkt 4.6 dargestellt. Anschließend werden in Gliederungspunkt 4.7 unterschiedliche Konzepte diskutiert, die als Maßnahmen gegen einen zu hohen Verflechtungsgrad bzw. die damit verbundenen theoretisch möglichen Wettbewerbsrisiken vorgeschlagen wurden. Die Monopolkommission schließt die Analyse mit einer zusammenfassenden Bewertung in Gliederungspunkt 4.8.

## 4.2 Institutionelle Anleger und indirekte Horizontalverflechtungen

**416.** Institutionelle Investoren sind spezialisierte Finanzinstitutionen, die Kapital von einer Vielzahl von Anlegern<sup>158</sup> in deren Auftrag gebündelt anlegen und dabei das Ziel der Renditemaximierung bei vertretbarem Risiko verfolgen. Als institutionelle Investoren gelten unter anderem Versicherungen, Vermögensverwalter sowie Investment- und Pensionsfonds, aber auch Banken und Staatsfonds. Unter institutionellen Investoren kann demnach eine Vielzahl von Finanzinstitutionen verstanden werden, die sich hinsichtlich ihrer Geschäftsmodelle, ihrer Strategien und ihrer Arbeitsweise, wie beispielsweise ihrer Vorgehensweise bei der Ausübung von Stimmrechten im Zusammenhang mit Portfoliounternehmen, unterscheiden können.<sup>159</sup> Bei (den Teilen von) institutionellen Investoren, die auf Aktieninvestitionen spezialisiert sind, unterscheidet man zwischen aktiven und passiven Anlagestrategien. Aktive Anleger können unter anderem zwischen Wert- (Value), Wachstums- (Growth) und Kombinationsstrategien (z. B. „GARP“, i. e. Growth at a Reasonable Price) wählen. Passive Investoren trachten die Wertentwicklung von Indizes oder Indexgruppen z. B. mithilfe von ETFs (Exchange Traded Funds) zu replizieren. Im Kontext des DAX, des bedeutendsten deutschen Aktienindexes, stellt der von institutionellen Investoren 2017 gehaltene Anteil 61,8 Prozent des Streubesitzes dar, während auf Privatinvestoren 17,2 Prozent und strategische Investoren 18,4 Prozent entfielen. Strategische Investoren sind Ankerinvestoren wie Familien(unternehmen), Stiftungen und strategische Beteiligungen der Bundesrepublik Deutschland. Unterscheidet man zwischen aktiven und passiven institutionellen Investoren, liegt ein Verhältnis von ungefähr 75 zu 25 Prozent vor; dies entspricht in der Regel der Verteilung in anderen europäischen Leitindizes.<sup>160</sup>

**417.** Im Allgemeinen trifft bei aktiv verwalteten Portfolios ein Manager (Anlageverwalter), in den meisten Institutionen mit Unterstützung einer Gruppe von Experten, die Entscheidungen über die Zusammensetzung des Portfolios und versucht dabei, eine möglichst hohe Rendite zu erzielen. Dabei ist die Anlagestrategie in der Regel darauf ausgerichtet, eine bessere Rendite als ein Vergleichsindex zu erzielen. Bei passiven Anlagestrategien wird ein Index, wie beispielsweise der DAX 30, nachgebildet, wodurch zwar die Verwaltungskosten wesentlich niedriger ausfallen, jedoch lediglich die Renditeperformance des jeweiligen Indexes angestrebt wird.<sup>161</sup> Passiv verwaltete Anlagemöglichkeiten haben über die vergangenen Jahre einen bemerkenswerten Kapitalzuwachs erfahren. Im Jahr 2003 betrug z. B. das gesamte im Rahmen passiv verwalteter börsengehandelter Indexfonds (ETF) angelegte Vermögen weltweit etwa noch USD 204 Mrd., im Jahr 2016 bereits USD 3.422 Mrd.<sup>162</sup> Insgesamt ist das von institutionellen Investoren weltweit verwaltete Vermögen in den letzten Jahrzehnten ebenfalls stark angestiegen. Allein in Deutschland stieg das verwaltete Vermögen der deutschen Investmentbranche nach Angaben des Deutschen Fondsverbands von EUR 129 Mrd. im Jahr 1990 auf EUR 2.400 Mrd. im Jahr 2016.<sup>163</sup> Weltweit stieg das verwaltete

<sup>158</sup> Als Anleger (gleichbedeutend: Vermögensinhaber, Kunden) werden in diesem Kapitel die in Fondsprodukten anlegenden (End-) Anleger bezeichnet (im Gegensatz zu institutionellen Investoren, auch Vermögensverwaltern); vgl. Art. 4 Abs. 1 lit. ag und lit. aj RL 2011/61/EU i. V. m. Anhang II der Richtlinie 2004/39/EG; Art. 4 Abs. 1 Nr. 9–11 RL 2014/65/EU); so auch im deutschen Recht § 1 Abs. 19 Nr. 31–33 KAGB.

<sup>159</sup> Çelik, S./Isaksson, M., *Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?*, OECD Corporate Governance Working Papers, No. 11, OECD Publishing, S. 21.

<sup>160</sup> DIRK/Ipree, *Investoren der Deutschland AG 5.0. Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX 30*, Juni 2018.

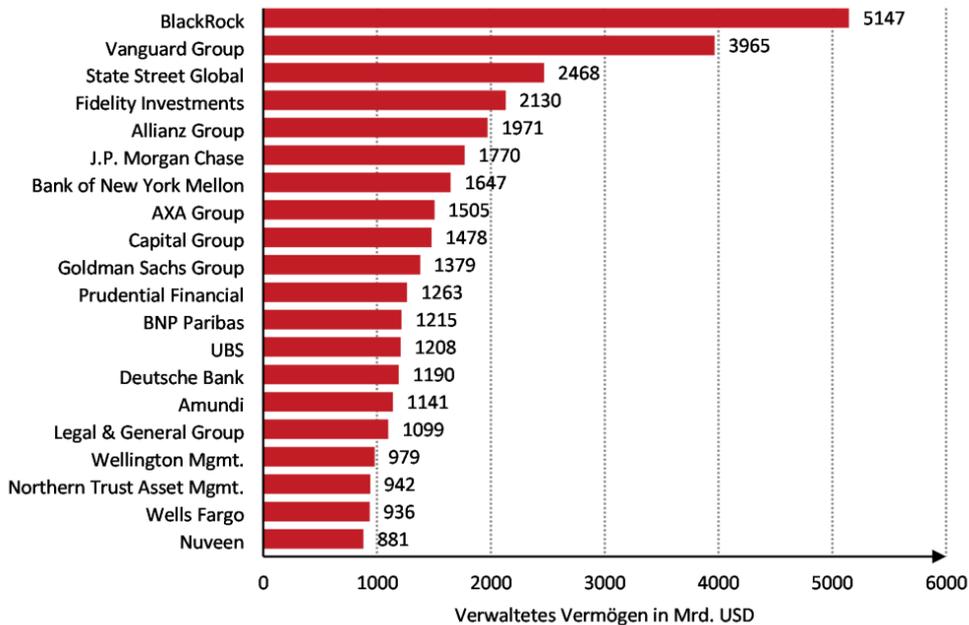
<sup>161</sup> Zur Unterscheidung aktiver und passiver Anlagestrategien siehe auch Davies, E.P./Steil, B., *Institutional Investors*, MIT Press, 2001, S. 58 ff.

<sup>162</sup> Deutsche Bank, *ETF Annual Review & Outlook*, 31. Januar 2017.

<sup>163</sup> BVI, *Jahrbuch 2017*, S. 58. Angaben ohne geschlossene Fonds und freie Mandate.

Vermögen von USD 37 Bio. im Jahr 2004 auf USD 85 Bio. im Jahr 2016, und bis zum Jahr 2025 wird ein weiterer Anstieg auf bis zu USD 145 Bio. prognostiziert.<sup>164</sup>

**Abbildung II.35: Größte im Asset-Management tätige Unternehmen**



Anm.: Angegeben ist das verwaltete Gesamtvermögen weltweit. Stand Dezember 2016.

Quelle: Willis Towers Watson

**418.** Abbildung II.35 zeigt die größten in der Vermögensverwaltung tätigen Unternehmen nach weltweit verwaltetem Vermögen im Jahr 2016. An erster Stelle steht der Vermögensverwalter BlackRock, mit deutlichem Abstand gefolgt von Vanguard und State Street. Abbildung II.36 zeigt die 20 größten Investorengruppen in DAX-Unternehmen. Auch hier stellt die BlackRock-Unternehmensgruppe mit deutlichem Abstand den anteilmäßig größten institutionellen Investor dar. Insgesamt ist die BlackRock-Unternehmensgruppe mit mehr als USD 62 Mrd. (2017: USD 72,2 Mrd.) in DAX-Unternehmen investiert. Damit ist die BlackRock-Gruppe der bedeutendste Investor in DAX-Unternehmen; sie hält 10,7 Prozent des identifizierten institutionellen Streubesitzes und 6,6 Prozent des gesamten Streubesitzes im DAX. Im Durchschnitt ist die BlackRock-Gruppe mit 5,2 Prozent des Grundkapitals an jedem DAX-Unternehmen beteiligt. Sie ist in Höhe von 80 Prozent mit passiven Mandaten im DAX investiert. Norges Bank, die norwegische Zentralbank und der nach allgemeiner Einschätzung größte Staatsfonds der Welt, stellt den größten Einzelinvestor dar.<sup>165</sup>

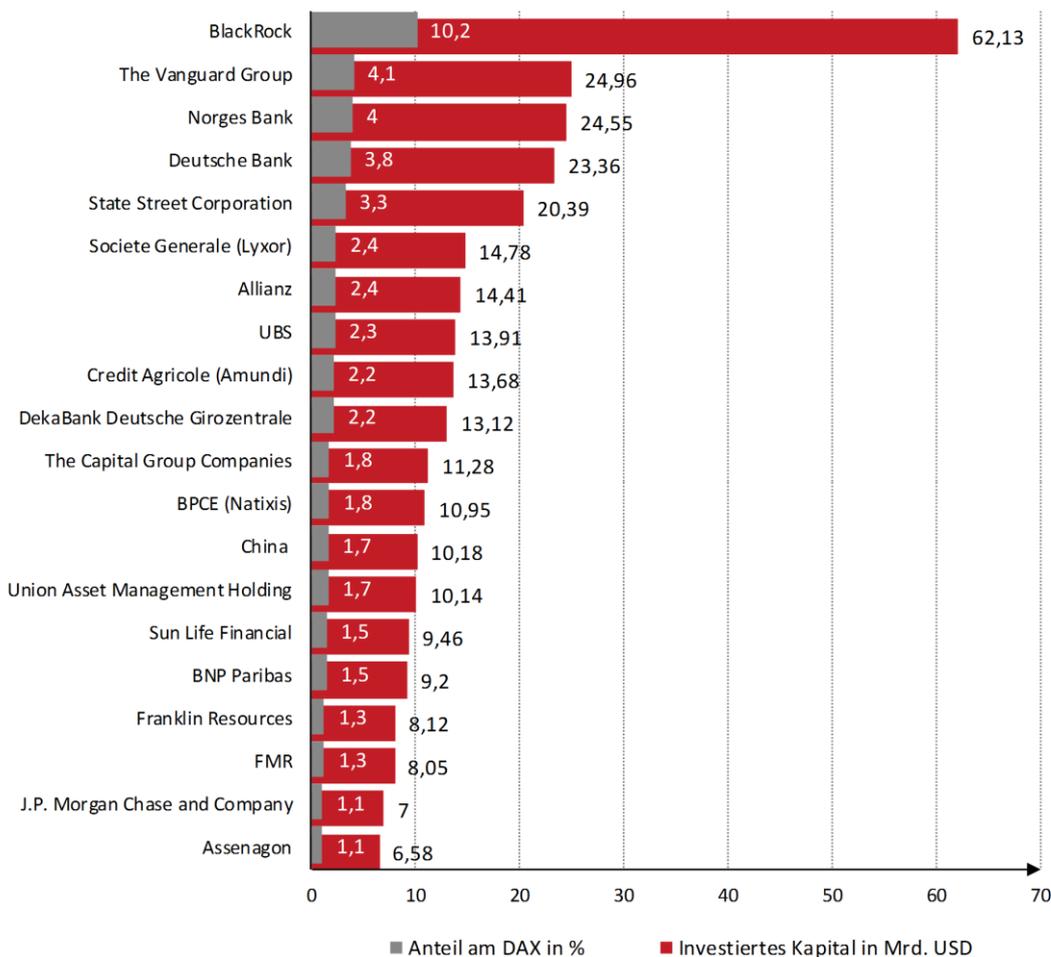
**419.** Zur Risikominimierung verfolgen aktive institutionelle Investoren vielfach Diversifizierungsstrategien. D. h., dass viele institutionelle Anleger ihr Investitionsvolumen streuen und z. B. vorzugsweise Beteiligungen von geringer Höhe an mehreren Unternehmen einer Branche halten statt lediglich an einem Unternehmen dieser Branche, damit die Beteiligungsrendite nicht ausschließlich vom unternehmerischen Erfolg dieses einen Unternehmens abhängt. Durch die Diversifizierung von Unternehmensbeteiligungen im Rahmen der Anlagestrategien sind institutionelle Anleger oft an mehreren Unternehmen einer Branche mit relativ geringen Anteilshöhen gleichzeitig beteiligt. Damit besteht zwischen den Portfoliounternehmen eine indirekte Verbindung über die Minderheitsbeteili-

<sup>164</sup> PWC, Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change, 2017. Zu den Gründen für dieses Wachstum des Investitionsvolumens in den vergangenen Jahrzehnten zählen eine generelle Institutionalisierung der Finanzverwaltung, eine zunehmende Deregulierung, die Privatisierung der Altersvorsorge, ein allgemein gestiegener Wohlstand und aktuell die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken. Vgl. hierzu auch Davies, E. P./Steil, B., Institutional Investors, MIT Press, 2001.

<sup>165</sup> DIRK/Ipree, a. a. O., Juni 2018.

gungen ihrer gemeinsamen Eigentümer.<sup>166</sup> Von einer indirekten Horizontalverflechtung über Minderheitsbeteiligungen wird im Folgenden dann gesprochen, wenn ein Anteilseigner Beteiligungen an mehreren Unternehmen hält, die in einem (horizontalen) Wettbewerbsverhältnis zueinander stehen. Eine derartige Eigentümerkonstellation wird im Englischen „common ownership“ genannt (vgl. hierzu Abbildung II.37). Damit sind indirekte Unternehmensverflechtungen von einseitigen oder wechselseitigen direkten Unternehmensbeteiligungen abzugrenzen (vgl. Abbildung II.37). Inwiefern die wettbewerblichen Auswirkungen direkter und indirekter Minderheitsbeteiligungen zwischen Wettbewerbern miteinander vergleichbar sind, wird nachfolgend diskutiert.

**Abbildung II.36: Größte 20 Investorengruppen im DAX (Dezember 2016)**



Quelle: Deutscher Investor Relations Verband und Ipreo

**420.** Indirekte Horizontalverflechtungen sind kein seltenes Phänomen, sondern in Deutschland und Europa häufig zu beobachten.<sup>167</sup> Um einen Eindruck vom Verbreitungsgrad indirekter Horizontalverflechtungen zu erhalten, hat die Monopolkommission erneut eine eigene empirische Analyse auf der Grundlage der Unternehmensdatenbank Orbis des Anbieters Bureau van Dijk durchgeführt.<sup>168</sup> Es wurden Unternehmen identifiziert, an denen die größten institutionellen Investoren Kapitalbeteiligungen halten, unabhängig von der jeweiligen Höhe. Berücksichtigt wur-

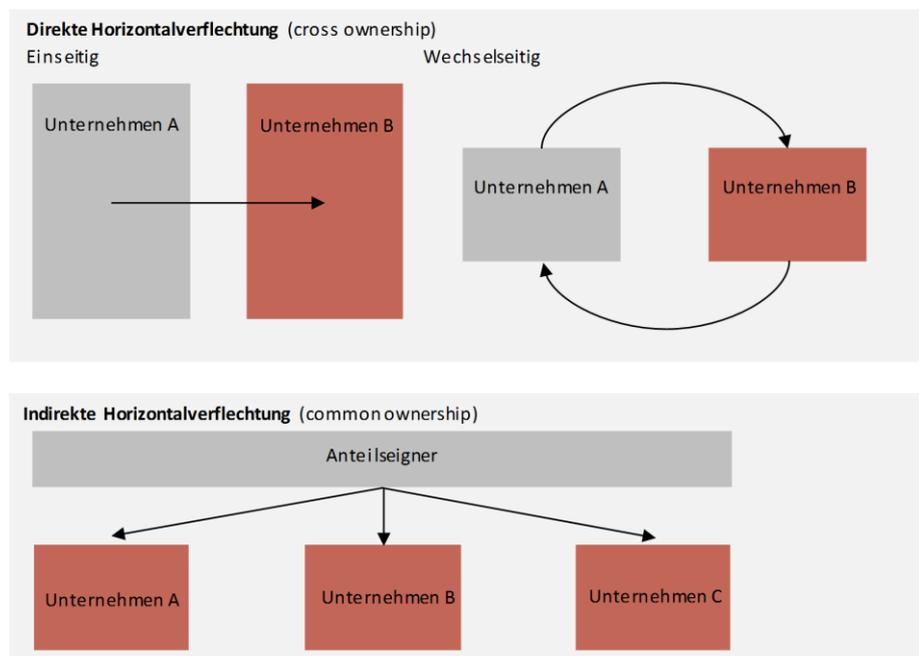
<sup>166</sup> Unter Minderheitsbeteiligungen werden allgemein Beteiligungen verstanden, bei denen Anteilseigner über weniger als die Hälfte der gesamten Unternehmensanteile verfügen. Beteiligungen institutioneller Investoren übersteigen jedoch in der Regel einen Anteil von 10 Prozent der gesamten Unternehmensanteile eines Portfoliounternehmens nicht.

<sup>167</sup> Monopolkommission, XXI. Hauptgutachten, Wettbewerb 2016, Baden-Baden 2016.

<sup>168</sup> Für eine Beschreibung dieser Datenbank siehe Gliederungspunkt 4 im Anhang zu Kapitel II.

den die nach verwaltetem Vermögen weltweit größten in der Vermögensverwaltung tätigen Unternehmen sowie zusätzlich die größten Anleger im DAX.<sup>169</sup> Die Ergebnisse zeigen, dass große institutionelle Investoren in vielen Wirtschaftsbereichen in Deutschland und in Europa an mehreren Unternehmen gleichzeitig beteiligt sind.<sup>170</sup> Auch ein Blick auf einzelne Märkte zeigt, dass indirekte Horizontalverflechtungen sehr ausgeprägt auftreten können. Z. B. sind an den fünf umsatzstärksten Mineralölkonzernen mit einem Tankstellennetz in Deutschland Investoren beteiligt, die gleichzeitig an allen anderen untersuchten Anbietern Anteile halten. Die Größenordnung der gehaltenen Anteile ist dabei keineswegs gering; so werden an allen fünf Anbietern mindestens etwa 20 Prozent der Anteile von Anteilseignern gehalten, die an allen anderen Anbietern ebenfalls beteiligt sind. Bei zwei der Anbieter liegt dieser Anteil sogar bei etwa 45 Prozent (siehe Abbildung II.38 und Tabelle II.11). Ein ähnliches Bild zeigt sich bei einer Untersuchung der großen europäischen Telekommunikationsanbieter. Hier sind bei sechs Anbietern institutionelle Investoren zu deutlich über 10 Prozent beteiligt, die gleichzeitig an allen anderen untersuchten Anbietern Anteile halten. Berücksichtigt man den Anteil diversifizierter Anteilseigner, die an mindestens fünf der sechs untersuchten Anbieter beteiligt sind, liegt der Anteil bei etwa 25 Prozent (siehe Abbildung II.39 und Tabelle II.12).

**Abbildung II.37: Arten von Minderheitsbeteiligungen**



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an OECD

**421.** In anderen Branchen, wie etwa der chemischen Industrie und der Automobilproduktion, zeigt sich ein anderes Bild: Trotz indirekter Horizontalverflechtungen spielen hier – insbesondere in Deutschland – Eigentümer eine wichtige Rolle, die lediglich an einem Anbieter beteiligt sind. Bei einer Betrachtung der Eigentümerstrukturen der

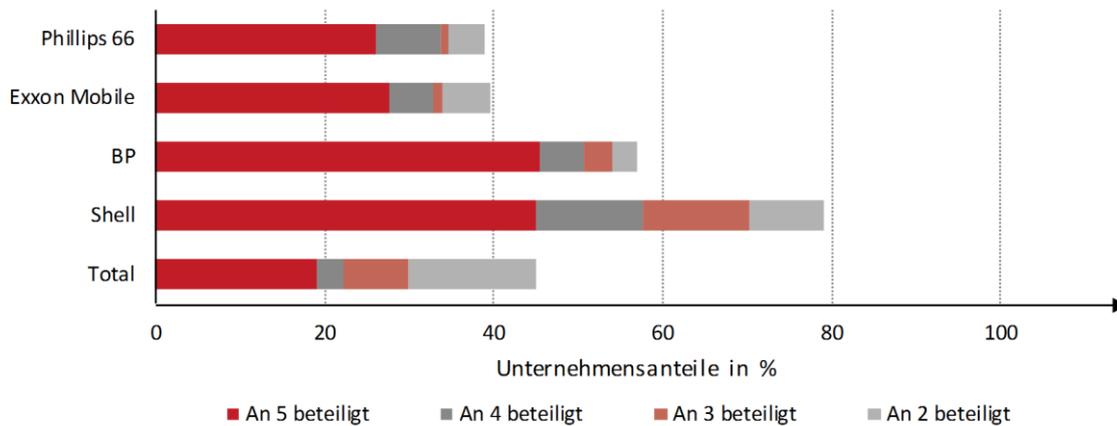
<sup>169</sup> Vgl. Abbildung II.35 und Abbildung II.36. Für eine jeweilige Beteiligung wurden sowohl direkte Beteiligungen von Muttergesellschaften berücksichtigt als auch solche, die über mehrheitlich kontrollierte Tochtergesellschaften bestehen. Eine Auswertung nach Wirtschaftsbereichen ermöglicht somit Informationen darüber, an wie vielen Unternehmen in einem Wirtschaftsbereich ein jeweiliger Investor beteiligt ist. Dabei ist zu berücksichtigen, dass es sich bei der verwendeten Wirtschaftszweigklassifikation nicht um ökonomisch abgegrenzte Märkte handelt (vgl. hierzu Gliederungspunkt 3.4.1). Um trotz Zuordnung der Unternehmen zu den einzelnen Wirtschaftsbereichen nach deren Umsatzschwerpunkt eine möglichst adäquate Zuordnung von Portfoliounternehmen zu den einzelnen Wirtschaftsbereichen zu erreichen, wurden Unternehmen auf der niedrigsten verfügbaren Konsolidierungsstufe berücksichtigt.

<sup>170</sup> Detaillierte Ergebnisse finden sich in Tabelle A.17 und Tabelle A.18 im Anhang zu diesem Kapitel. Es ist zu berücksichtigen, dass die Verbreitung indirekter Horizontalverflechtungen in der hier durchgeführten Analyse tendenziell unterschätzt wird, da zum einen die verfügbaren Informationen zu Anteilseignern der Unternehmen teilweise unvollständig sind und zum anderen, weil lediglich die größten Investoren berücksichtigt wurden.

umsatzstärksten Chemieunternehmen in privater Hand zeigt sich beispielsweise, dass zwar der Anteil an den meisten Anbietern, der von diversifizierten Anteilseignern gehalten wird, hoch sein kann, jedoch auch ein Unternehmen existiert – Henkel –, welches sich mehrheitlich in Familienbesitz befindet (siehe Abbildung II.40 und Tabelle II.13). Ein weiteres Beispiel für die Bedeutung nicht diversifizierter Anteilseigner in Deutschland ist die Automobilindustrie, in welcher zwar ebenfalls diversifizierte Anteilseigner eine Rolle spielen, aber die indirekte Horizontalverflechtung wesentlich geringer ausfällt als in anderen Branchen. Im Automobilbereich halten Kernaktionäre (Familienunternehmen) bei Volkswagen AG und BMW AG große Anteile; sie werden nur zu einem geringen Anteil von diversifizierten Anteilseignern gehalten (siehe Abbildung II.41 und Tabelle II.14).

**Indirekte Horizontalverflechtungen der größten Mineralölkonzerne**

**Abbildung II.38: Unternehmensanteile diversifizierter Investoren an Mineralölkonzernen**



Lesehilfe: 26,09 Prozent der Anteile von Phillips 66 werden von Investoren gehalten, die Anteile an insgesamt fünf der fünf untersuchten Unternehmen halten. Auswahl der umsatzstärksten Mineralölkonzerne mit Tankstellennetz in Deutschland.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk und der Datenbank Nasdaq Institutional Holdings (Stand: Januar 2018)

**Tabelle II.11: Gemeinsame Investoren der größten Mineralölkonzerne**

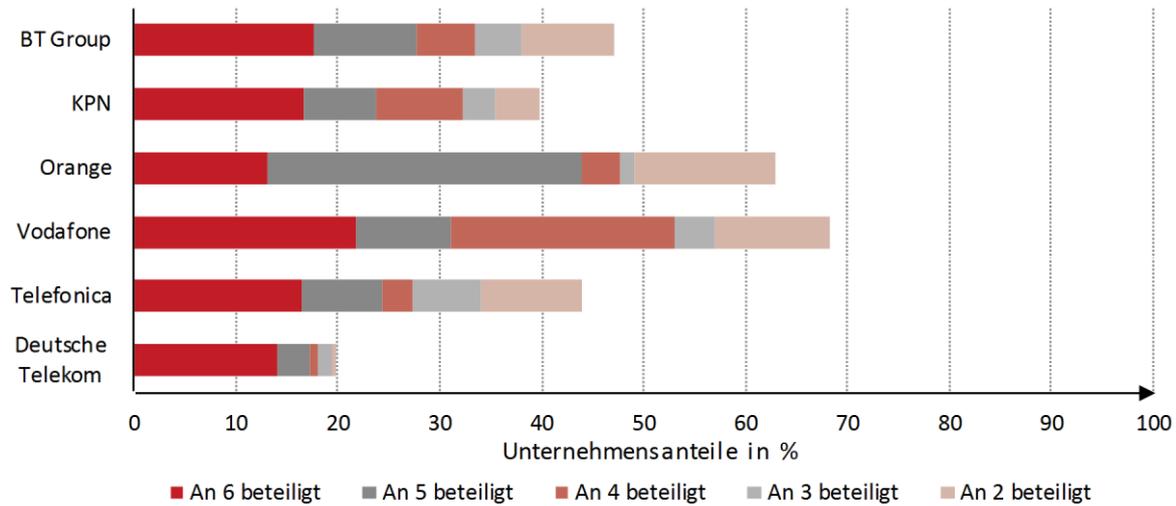
Investor	Total	Shell	BP	Exxon Mobile	Phillips 66
BlackRock	3,74	6,18	5,82	6,07	5,42
Vanguard	2,04	2,72	1,49	7,40	6,28
Bank of New York Mellon	0,45	15,93	0,16	1,25	1,35
State Street	0,86	3,47	1,63	4,93	4,41
Capital Group	2,13	7,43	1,48	0,74	0,48

Anm.: gehaltene Unternehmensanteile in Prozent. In dieser Darstellung sind lediglich die fünf beteiligungsstärksten diversifizierten Investoren berücksichtigt.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk und der Datenbank Nasdaq Institutional Holdings (Stand: Januar 2018).

**Indirekte Horizontalverflechtungen der größten Telekommunikationsunternehmen**

**Abbildung II.39: Unternehmensanteile diversifizierter Investoren an Telekommunikationsunternehmen**



Lesehilfe: 17,71 Prozent der Anteile der BT Group werden von Investoren gehalten, die Anteile an insgesamt sechs der sechs untersuchten Unternehmen halten. Auswahl der umsatzstärksten europäischen Unternehmen sowie von KPN aufgrund der Verflechtungen mit Telefónica Deutschland.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk (Stand: Januar 2018)

**Tabelle II.12: Gemeinsame Investoren der größten Telekommunikationsunternehmen**

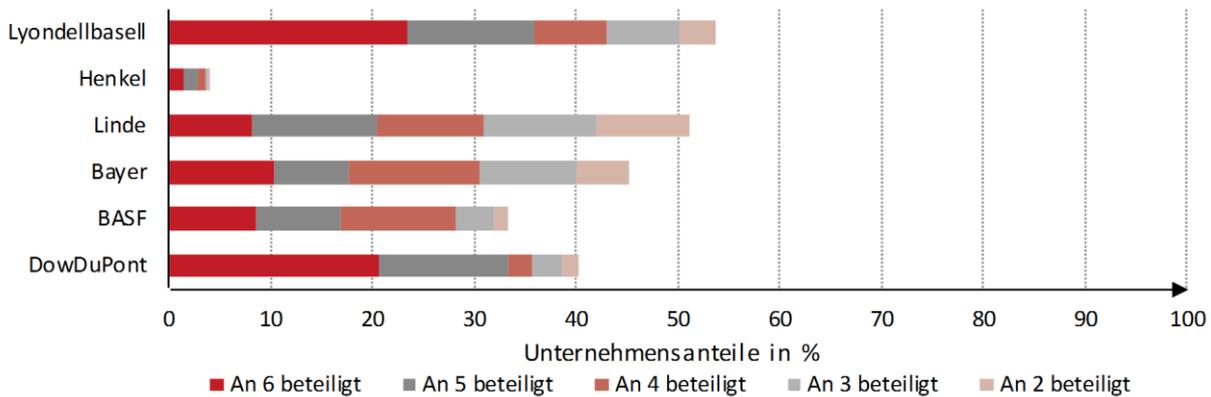
Investor	Deutsche Telekom	Telefónica	Vodafone	Orange	KPN	BT Group
BlackRock	3,29	4,87	6,08	2,54	4,75	5,11
Vanguard	1,69	1,02	2,94	1,80	1,82	2,50
Norwegen	1,58	1,43	2,32	1,88	2,72	1,61
State Street	1,23	0,98	2,72	0,61	0,36	2,04
Invesco	0,75	0,55	1,23	1,23	0,37	3,13
Capital Group	0,27	3,07	2,93	-	3,01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

Anm.: gehaltene Unternehmensanteile in Prozent. In dieser Darstellung sind lediglich die sechs beteiligungsstärksten diversifizierten Investoren berücksichtigt.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk (Stand: Januar 2018)

**Indirekte Horizontalverflechtungen der größten Chemieunternehmen**

**Abbildung II.40: Unternehmensanteile diversifizierter Investoren an Chemieunternehmen**



Lesehilfe: 23,52 Prozent der Anteile von LyondellBasell werden von Investoren gehalten, die Anteile an insgesamt sechs der sechs untersuchten Unternehmen halten. Auswahl der umsatzstärksten Unternehmen in privater Hand.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk und der Datenbank Nasdaq Institutional Holdings (Stand: Januar 2018)

**Tabelle II.13: Gemeinsame Investoren der größten Chemieunternehmen**

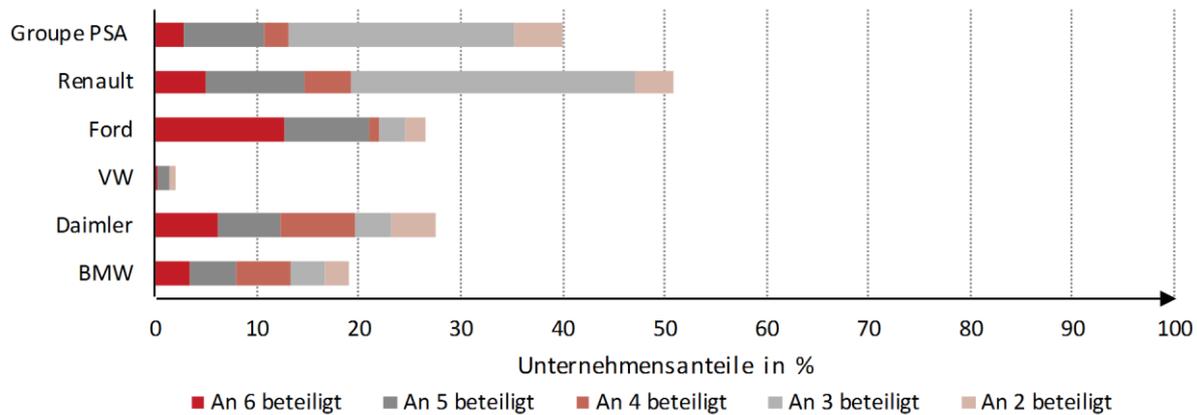
Investor	DowDuPont	BASF	Bayer	Linde	Henkel	LyondellBasell
BlackRock	6,63	4,22	5,12	3,65	0,55	5,64
Vanguard	7,27	2,52	2,53	2,51	0,66	6,23
Fidelity	2,47	0,37	1,10	1,00	0,12	7,85
State Street	4,27	1,44	1,55	1,00	0,11	3,80
Capital Group	6,44	0,91	1,17	2,99	-	5,43
Norwegen	-	3,02	2,12	5,16	1,23	0,89

Anm.: gehaltene Unternehmensanteile in Prozent. In dieser Darstellung sind lediglich die sechs beteiligungsstärksten diversifizierten Investoren berücksichtigt.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk und der Datenbank Nasdaq Institutional Holdings (Stand: Januar 2018)

**Indirekte Horizontalverflechtungen der größten Automobilkonzerne**

**Abbildung II.41: Unternehmensanteile diversifizierter Investoren an Automobilkonzernen**



Lesehilfe: 2,92 Prozent der Anteile der Groupe PSA werden von Investoren gehalten, die Anteile an insgesamt sechs der sechs untersuchten Unternehmen halten. Auswahl der umsatzstärksten Unternehmen in Europa.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk und der Datenbank Nasdaq Institutional Holdings (Stand: Januar 2018)

**Tabelle II.14: Gemeinsame Investoren der größten Automobilkonzerne**

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

Anm.: gehaltene Unternehmensanteile in Prozent. In dieser Darstellung sind lediglich die sechs beteiligungsstärksten diversifizierten Investoren berücksichtigt.

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage der Datenbank „Orbis Europe All Companies“ des Anbieters Bureau van Dijk und der Datenbank Nasdaq Institutional Holdings (Stand: Januar 2018)

**4.3 Einflussmöglichkeiten institutioneller Investoren**

**4.3.1 Einführung**

**422.** Für institutionelle Investoren ist eine gute Performance essenziell; mit einer vergleichsweise guten Performance kann der Kundenbestand (Endanleger) nachhaltig stabil gehalten, können neue Kunden angeworben und somit das Fondsvolumen (Anlagekapital) vergrößert werden. Steigt der Gesamtwert des Portfolios, so steigt unmittelbar auch der Ertrag eines Vermögensverwalters. Institutionelle Investoren profitieren von einer guten Performance ihrer Portfoliounternehmen, auch wenn sie lediglich als Vermögensverwalter auftreten und die Unternehmensanteile treuhänderisch im Namen ihrer Kunden halten. Beispielsweise gehört der Anlageertrag eines Kundenportfolios dem jeweiligen Kunden, doch verlangen Vermögensverwalter für ihre Dienstleistung in aller Regel eine Gebühr, die unter anderem auf dem Gesamtwert des jeweiligen Kundenportfolios basiert. Somit haben institutionelle Anleger, die im Namen ihrer Kunden Unternehmensbeteiligungen halten, ebenso wie deren Kunden ein

Interesse an einer guten Performance ihrer Portfoliounternehmen. Zudem sind treuhänderisch agierende Anleger gesetzlich verpflichtet, die Interessen ihrer Kunden wahrzunehmen.<sup>171</sup>

**423.** Zu dieser Interessenwahrnehmung gehört die Ausübung von Eigentumsrechten im Zusammenhang mit Aktienanteilen. Während viele Anleger die ihnen zustehenden Stimmrechte persönlich ausüben, werden Stimmrechte im Fall institutionell verwalteter Vermögen überwiegend auf die institutionellen Investoren (Vermögensverwalter) übertragen. Nach aktuellen Einschätzungen stimmen über 86 Prozent der Topinvestoren in DAX-Unternehmen bei Hauptversammlungen ab; zusätzlich geben 9 Prozent dieser Investorengruppe an, „wahrscheinlich abzustimmen“. Dabei erfolgt bei über 70 Prozent die Entscheidungsfindung auf Basis der Analyse unternehmensinterner Spezialisten in Kombination mit Analysen externer, auf Stimmrechtsabgabeprozesse spezialisierter Unternehmen (Proxy Advisors). Um die 20 Prozent der verbleibenden Topinvestoren kommen ausschließlich hausintern zu ihren Entscheidungen, und etwa 7,4 Prozent haben die Stimmrechtsfindung auf die oben genannten Stimmrechtsberater ausgelagert. Teilweise nehmen die bei institutionellen Investoren investierten Anleger ihre Stimmrechte aber auch selbst wahr oder bestellen sonstige Vertreter.<sup>172</sup> Festzuhalten ist, dass kapitalmäßige Beteiligungen institutioneller Investoren an börsennotierten Portfoliounternehmen in der Regel einen Anteil von 10 Prozent deutlich unterschreiten. Zu bedenken ist insbesondere, dass neben den hier betrachteten institutionellen Investoren andere Anleger mit unter Umständen höheren Anteilsbeständen an den Portfoliounternehmen beteiligt sind, die mit ihrer Beteiligung strategische Ziele (d. h. nicht nur Anlageziele) verfolgen, die kurz- oder langfristig orientiert sein können, oder bei denen es sich um Banken handelt, die Stimmrechte im Rahmen ihrer Depotverwaltung ausüben und deren Einflusspotenzial von außen schwer abschätzbar ist.

**424.** Auch außerhalb der Hauptversammlungen ist eine regelmäßige Berichterstattung großer börsennotierter Unternehmen (Portfoliounternehmen) an den Kapitalmärkten seit einigen Jahrzehnten Standard. Im Rahmen der regelmäßig stattfindenden Finanzberichterstattung, aber auch anlassbezogen (etwa im Rahmen von Konferenzen) finden sog. Roadshows statt, in deren Rahmen Einzeltermine mit professionellen, in der Regel großen institutionellen Investoren oder auch Gruppentermine mit institutionellen Investoren stattfinden. Dabei unterliegt die Informationsweitergabe strengen Regeln, die sicherstellen sollen, dass kein einzelner Investor oder keine Gruppe von Investoren Informationen erhält, die nicht bereits öffentlich zugänglich sind.

**425.** Unter Umständen bestehen Möglichkeiten, dass institutionelle Investoren Einfluss nehmen auf Entscheidungsprozesse der Unternehmensführung börsennotierter Unternehmen. Dies prinzipiell auch in Fällen, in denen ein institutioneller Investor den Willen hat, eine wettbewerbsgefährdende Einflussnahme auszuüben. Die in diesem Gutachten betrachteten institutionellen Investoren sind grundsätzlich an einer nachhaltigen und langfristig wertsteigernden Unternehmensstrategie interessiert (Abschnitt 4.3.2). Die Möglichkeit zur Einflussnahme und die Art, in der die institutionellen Investoren ihren Einfluss ausüben, werden in weiterer Folge untersucht (Abschnitt 4.3.3 und 4.3.4).

### 4.3.2 Ziel: nachhaltige Unternehmensführung im Anlegerinteresse

**426.** Die Tätigkeit institutioneller Investoren kann Problemen entgegenwirken, die sich durch die Trennung von Eigentum und Unternehmensführung ergeben, und für eine nachhaltige Unternehmensführung sowie effektive Kapitalallokation sorgen.<sup>173</sup> Sie kann darüber hinaus zu einer verantwortungsbewussten Unternehmensführung beitragen.

<sup>171</sup> Siehe im deutschen Recht v. a. §§ 92 Abs. 1 Satz 1, 93 KAGB. Die Anleger sind danach wirtschaftliche (§ 92 Abs. 1 Satz 1 Alt. 1 KAGB) oder rechtliche (§ 92 Abs. 1 Satz 1 Alt. 2 KAGB) Miteigentümer des Sondervermögens, das den Fonds bildet. Wenn das Sondervermögen aus Aktien besteht, werden sie deshalb auch als (wirtschaftliche) Aktionäre angesehen.

<sup>172</sup> DIRK/lpreo, a. a. O., Juni 2018.

<sup>173</sup> Çelik, S./Isaksson, M., a. a. O.; OECD, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, Corporate Governance, OECD Publishing, 2011, Paris.

**427.** Die Anleger bei den hier betrachteten institutionellen Investoren verfolgen in der Regel diversifizierte Anlagestrategien und verfügen über inhomogene Interessen. Diese uneinheitlichen Anlagestrategien und -interessen erschweren es den Anlegern, ihre Rechte koordiniert und in Bezug auf Vermögensbildung und -erhalt sinnvoll auszuüben. Die institutionellen Investoren bündeln das Kapital ihrer Anleger und können für eine wertsteigernde Verwaltung der Anlagen sorgen. Ihre eigene Anlagestrategie gegenüber den Portfoliounternehmen ist deshalb grundsätzlich auf eine nachhaltige und langfristig orientierte Begleitung der strategischen Unternehmensentwicklung gerichtet, die auf eine kurzfristige und spekulativ orientierte Gewinnerzielung verzichtet.

**428.** Eine nachhaltige Unternehmensführung ist für aktive institutionelle Anleger, aber auch solche, die vorwiegend passive Anlagestrategien verfolgen, wichtig. Denn passive Anleger können ihrer Missbilligung der Unternehmensführung nicht durch den vollständigen Verkauf der relevanten Aktien etwa aus einem Index, den sie nachbilden, Ausdruck verleihen. Dabei muss man bei passiven Anlegern zwischen ihrer passiven Anlagestrategie und der Ausübung von Rechten als Anteilseigner unterscheiden, wie Äußerungen der ehemaligen Leitung der Corporate-Governance-Abteilung eines der weltgrößten Pensionsfonds (TIAA) nahelegen:

*„Having a passive investment strategy has nothing to do with your behavior as an owner.“<sup>174</sup>*

Der Deutsche Investor Relations Verband hat in einer Studie der Aktionärsbasis des DAX-30-Index bestätigt, dass auch bei vorwiegend passiven Anlagestrategien die Bedeutung der in Indexfonds angelegten Kundengelder bei der Abstimmung eine große Rolle spielt. Bei deutschen Portfoliounternehmen fließen demnach in der Regel aktive und passive Investments in ihre Entscheidungsprozesse ein.<sup>175</sup>

**429.** Als professionelle Anleger üben die institutionellen Investoren ihren Einfluss somit nicht nur wie andere Mitinhaber (Aktionäre) des Unternehmens aus, sondern auch mit dem Ziel, den langfristigen Unternehmenserfolg im Interesse ihrer Anleger zu überwachen. Diese Überwachungsaufgabe wird vor allem bei unterbewerteten oder schlecht geführten Unternehmen bzw. Unternehmensteilen relevant, bei einer mangelhaften Unternehmensstrategie oder einer ungünstigen Kapitalstruktur (Verschuldung). Daneben tritt das Gesellschafterinteresse an einer kontinuierlichen Dividendenausschüttung und gegebenenfalls der Einhegung eines – im Hinblick auf die verfolgten Ziele – ineffektiven Managements. Immer wichtiger werden ferner Ziele einer gesellschaftlich verantwortungsbewussten Unternehmensführung (Corporate Social Responsibility). Hierbei werden die nachhaltige Fokussierung und die Integration von etwa Umweltschutz-, Governance- und sozialen Themen in die Unternehmensstrategie durch börsennotierte Unternehmen zunehmend stark eingefordert.

**430.** Angesichts ihrer Ausrichtung auf eine strategische Unternehmensentwicklung messen die hier betrachteten institutionellen Investoren zudem Reputationserwägungen große Bedeutung bei. Denn eine gute Reputation ist für sie wichtig, um Vertrauen bei Portfoliounternehmen und im Markt zu bilden und zu erhalten. In der Vergangenheit sahen sich institutionelle Investoren Vorwürfen ausgesetzt, sich im Rahmen der Corporate Governance nicht ausreichend für ihre Portfoliounternehmen zu engagieren.<sup>176</sup> Daraufhin wurden vermehrt sog. Corporate- bzw. Investment-Stewardship-Abteilungen mit dem Ziel aufgebaut, ebendieses Engagement im Sinne einer (nachhaltigen) Unternehmensführung (= „stewardship“) zu verstärken.

### 4.3.3 Umfang der Einflussmöglichkeiten

**431.** Institutionelle Investoren können trotz der Tatsache, dass sie anteilmäßig in der Regel nur in einem geringen Umfang an den Portfoliounternehmen beteiligt sind, grundsätzlich Einfluss auf die strategische Unternehmens-

<sup>174</sup> Financial Times, Passive investment, active ownership, 6. April 2014, Abruf am 17. Mai 2018. Eine aktuelle empirische Studie findet in diesem Zusammenhang positive Auswirkungen auf die Managementqualität durch eine größere Beteiligung durch Indexfonds (Mullins, W., The Governance Impact of Index Funds: Evidence from Regression Discontinuity, MIT-Arbeitspapier, 7. Januar 2014.).

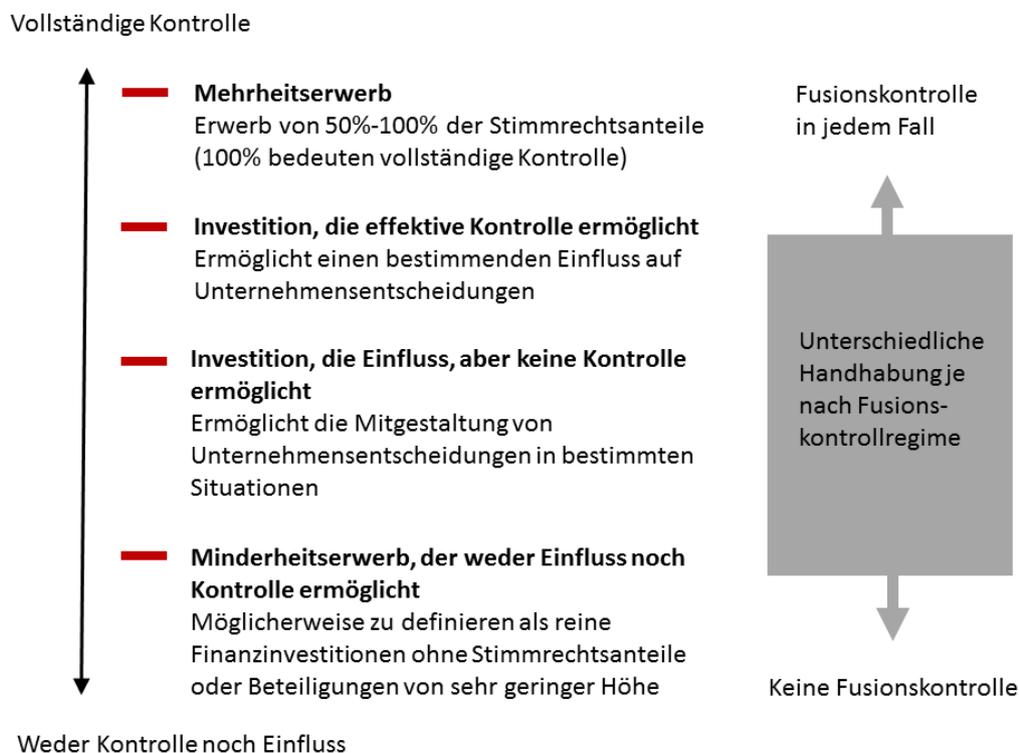
<sup>175</sup> DIRK/Ipree, Investoren in der Deutschland AG 3.0, Mai 2016, S. 13.

<sup>176</sup> Vgl. auch Erwägungsgrund 2 der Richtlinie 2017/828 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. L 132 vom 20. Mai 2017, S. 1.

entwicklung nehmen. Diese Einflussmöglichkeiten werden durch den gesetzlichen Regelungsrahmen und die eigenen Anlagegrundsätze und Corporate-Governance-Prinzipien der Investoren mitbestimmt.

**432.** Dabei bewegen sich die durch den Anteilsbesitz vermittelten Einflussmöglichkeiten deutlich unterhalb eines „bestimmenden Einflusses“ im Sinne der Fusionskontrolle. Abbildung II.42 veranschaulicht eine mögliche Abstufung zwischen Einfluss- und Kontrollmöglichkeiten und ist dabei an Definitionen im Rahmen von Fusionskontrollregimen in OECD-Ländern angelehnt. Bei den hier im Fokus stehenden Unternehmensbeteiligungen institutioneller Investoren handelt es sich um kapitalmäßige Minderheitsbeteiligungen, in der Regel von deutlich unter 10 Prozent, die für sich genommen grundsätzlich keine Kontrolle von (strategischen) Unternehmensentscheidungen ermöglichen, da ein Minderheitsanteilsigner bei Abstimmungen immer von den übrigen Anteilseignern überstimmt werden könnte. Zudem sitzen grundsätzlich keine Vertreter institutioneller Investoren in Aufsichtsräten von Portfoliounternehmen.

**Abbildung II.42: Einfluss und Kontrolle in der Fusionskontrolle**



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an OECD

**433.** Die Kartellbehörden berücksichtigen in ihrer Praxis, dass auch die Größe bzw. Finanzkraft, die Markt Reputation und andere Merkmale eines Investors (gleich welcher Art) grundsätzlich für seine Einflussmöglichkeiten relevant sein können.<sup>177</sup> So stellte die Europäische Kommission erst vor Kurzem in ihrer Entscheidung zum Übernahmefall Dow/DuPont fest, dass den Zusammenschlussbeteiligten im konkreten Fall im Umgang mit großen Anteilseignern eine Sonderbehandlung unterstellt werden könne, da diese großen Anteilseigner über einen privilegierten Zugang zur Unternehmensführung verfügen, somit ihre Ansichten mitteilen und die Anreize der Unternehmensführung entsprechend mitprägen könnten. Die Europäische Kommission sah sich infolgedessen in der grundsätzlichen Annahme bestätigt, dass Anteilseignern mit Minderheitsbeteiligungen im Einzelfall mehr Einflussmöglichkeiten zufallen können, als ihre tatsächlichen Anteile vermuten lassen.

<sup>177</sup> Siehe z. B. EU-Kommission, Konsolidierte Mitteilung zu Zuständigkeitsfragen gemäß der Verordnung (EG) Nr. 139/2004 des Rates über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen, berichtigte Fassung, ABl. C 43 vom 21. Februar 2009, S. 10, Tz.16 ff.

**434.** Der gesetzliche Regelungsrahmen schließt einen Einfluss institutioneller Investoren mit dem Ziel einer nachhaltigen Unternehmensführung im Anlegerinteresse (Corporate Stewardship) nicht aus. Die institutionellen Investoren müssen bei der Einflussausübung jedoch aufsichts- und andere ordnungsrechtliche Vorgaben beachten. Diese Vorgaben können von vornherein die Höhe des Investments begrenzen. So dürfen die von ihnen angebotenen Fonds zur Risikomischung z. B. nur bis zu bestimmten Schwellenwerten in die Finanzinstrumente einzelner Emittenten investieren.<sup>178</sup> Zumeist handelt es sich allerdings um keine derartigen absoluten Grenzen, sondern der mit einer Beteiligung verbundene Einfluss wird mittelbar dadurch begrenzt, dass er nur in einer bestimmten Weise oder zu bestimmten Zwecken ausgeübt werden kann. Derartige mittelbare Einflussbegrenzungen folgen z. B. aus Wohlverhaltenspflichten zur Vermeidung von Interessenkonflikten, dem Marktmissbrauchsverbot und den kartellrechtlichen Verboten gegen abgestimmtes Verhalten.<sup>179</sup>

**435.** Zum Teil können aufsichtsrechtliche Vorgaben dazu beitragen, dass die Investoren auf rechtlich zulässige Einflussmöglichkeiten verzichten. Beispielsweise stellen sich insbesondere Vertreter großer Vermögensverwalter wegen ihrer Wohlverhaltenspflichten und der zu erwartenden Interessenkonflikte üblicherweise den Hauptversammlungen nicht zur Wahl in die Aufsichtsräte von Portfoliounternehmen.

**436.** Weitere Begrenzungen des Investoreinflusses folgen aus Pflichten, welche die Investoren unter anderem gegenüber ihren eigenen Kapitalgebern oder den Unternehmen haben, in die sie das Kapital ihrer Kunden anlegen. Im Verhältnis zu ihren Kapitalgebern sind die Investoren Treuhänder und handeln auch bei der Nutzung von Einflussmöglichkeiten im Auftrag ihrer Kunden. Einige Kunden nehmen ihre Stimmrechte selbst in Anspruch oder setzen für die Abstimmung in der Hauptversammlung ein internes Team oder einen Dritten ein.

**437.** Im Verhältnis des institutionellen Investors zum Portfoliounternehmen ist insbesondere zu beachten, dass nach deutschem Recht in der Hauptversammlung, in welcher der Investor Stimmrechte ausüben kann, keine operativen Fragen zur Abstimmung kommen und auch keine Entscheidungskompetenz bei der Bestellung des Vorstands vorliegt. In Aktiengesellschaften ausländischen Rechts kann die Kompetenz der Gesellschafterversammlung abweichend ausgestaltet sein. Die Investoren unterliegen als Aktionäre daneben aber, jedenfalls in allen Rechtsordnungen mit entwickeltem Aktiengesellschaftsrecht (z. B. EU, USA), auch einer Treuepflicht gegenüber der Aktiengesellschaft, mit der eine Schädigung des Portfoliounternehmens durch den Investor nicht zu vereinbaren wäre. Darauf ist an den relevanten Stellen im Folgenden näher einzugehen.

**438.** Davon abgesehen erzwingen sowohl aufsichtsrechtliche Vorgaben als auch die eigenen Corporate-Governance-Prinzipien der Investoren und der Portfoliounternehmen ein hohes Maß an Transparenz. Auf ihren Websites haben viele namhafte Investoren deshalb auch die Richtlinien veröffentlicht, nach denen sie ihre Einflussmöglichkeiten nutzen und z. B. Stimmrechte ausüben.<sup>180</sup>

#### 4.3.4 Art der Einflussausübung im Rahmen der gegebenen Möglichkeiten

**439.** Die Art, in der institutionelle Investoren ihren Einfluss ausüben, wird durch ihre Stellung als Finanzintermediäre definiert. Denn zum einen nehmen sie in den Unternehmen, in die sie investieren, Gesellschafterrechte wahr und müssen ihren Einfluss daher zum Wohle des betreffenden Unternehmens ausüben. Zum anderen sind sie dem wohlverstandenen Interesse der Anleger als ihrer Kapitalgeber verpflichtet. Sie müssen daher bei Ausübung ihres

<sup>178</sup> Siehe z. B. §§ 196 f. KAGB.

<sup>179</sup> Siehe zu Wohlverhaltenspflichten im EU-Recht z. B. Art. 24 Abs. 1 und Art. 16 Abs. 3 UA 1, 23 RL 2014/65/EU; im deutschen Recht §§ 26 ff. KAGB; zum Marktmissbrauch Art. 8 (Insidergeschäfte), Art. 10 (unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen) und Art. 12 (Marktmanipulation) i. V. m. Art. 14 f. VO 596/2014, Art. 3 ff. RL 2014/57/EU; im Kartellrecht Art. 101 AEUV, § 1 GWB.

<sup>180</sup> Siehe z. B. BlackRock Investment Stewardship, Richtlinien, Berichte und Positionspapiere, verfügbar unter <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/investment-stewardship/voting-guidelines-reports-position-papers#guidelines>. Abstimmungsrichtlinien werden auch von institutionellen Stimmrechtsberatern, die mit der Wahrnehmung der Stimmrechte beauftragt sind, veröffentlicht; siehe z. B. <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/voting-policies/> sowie <http://www.glasslewis.com/guidelines/>.

Einflusses stets Abwägungsentscheidungen treffen. Dies gilt sowohl bei der Entscheidung, ob eine Einflussnahme nötig ist, als auch bei der Entscheidung darüber, wie der Einfluss im Einzelnen ausgeübt werden soll.

#### 4.3.4.1 Wahrnehmung von Stimmrechten

**440.** Institutionelle Investoren können auf Hauptversammlungen grundsätzlich die ihrem Anteil entsprechenden Stimmrechte wahrnehmen. Zumindest teilweise werden Stimmrechte allerdings nicht vom Investor selbst ausgeübt. So wurde bereits darauf hingewiesen, dass einige Kunden ihre Stimmrechte selbst in Anspruch nehmen. Außerdem entscheiden sich insbesondere kleinere Vermögensverwalter und deren Kunden häufig für ein Outsourcing an Stimmrechtsberater. Dies hat zur Folge, dass je nach Investorenbasis und Unternehmensgröße auf Stimmrechtsberater schätzungsweise zwischen 10 Prozent und 25 Prozent der abgegebenen Stimmen bei Aktionärsversammlungen zurückzuführen sind.

**441.** Das Abstimmungsverhalten der institutionellen Investoren ist – im Einklang mit dem Ziel einer Begleitung der strategischen Unternehmensentwicklung – darauf ausgerichtet, dass die langfristigen Interessen der Anleger der Investoren bestmöglich geschützt werden. Bei Ausübung des Stimmrechts erfolgt die Abstimmung in der Regel gemäß den eigenen investorspezifischen Richtlinien. Im Rahmen von Aktionärsabstimmungen wird grundsätzlich nicht unmittelbar über wettbewerbsrelevante Strategien und das operative Tagesgeschäft eines Unternehmens abgestimmt. Anleger können über die Ausübung ihrer Stimmrechte operative Entscheidungen lediglich (sehr) mittelbar beeinflussen, indem sie an Hauptversammlungsentscheidungen z. B. über die Entlastung von Mitgliedern des Vorstands und die Bestellung bzw. Entlastung der Mitglieder des Aufsichtsrates oder über die Kapitalbeschaffungsmaßnahmen mitwirken.<sup>181</sup> Über externe (= anorganische) Wachstumsstrategien eines Unternehmens, etwa über Übernahmen und Fusionen mit Wettbewerbern, kann jedoch beispielsweise in der Regel direkt abgestimmt werden.

**442.** Wenn ein Investor Bedenken hat hinsichtlich dessen, wie ein Portfoliounternehmen an Fragen der Unternehmensführung herangeht, so kann er nach Angabe von Branchenvertretern Maßnahmen ergreifen, um diese Bedenken gegenüber Management und Aufsichtsrat zu kommunizieren. Großen institutionellen Investoren werden, wie zuvor beschrieben, regelmäßig Einzel- oder Gruppentreffen angeboten. Die Durchführung solcher Kontakte ist streng reglementiert, insbesondere aus insiderrechtlichen Gründen. Wenn der Investor trotz Kontakten mit den jeweiligen Unternehmensvertretern der Meinung ist, dass der gewählte Ansatz eines Unternehmens nicht im besten Interesse der Anleger ist, kann er gemäß seinem Stimmrechtsmandat dergestalt abstimmen, dass er seine Bedenken und die Erwartung eines Kurswechsels zum Ausdruck bringt.

**443.** Zwar entfällt auf einzelne institutionelle Anleger in der Regel lediglich ein geringer Anteil der gesamten Stimmrechte. Dennoch kann ihr Einfluss aus verschiedenen Gründen größer sein, als es ihre Kapital- und Stimmrechtsanteile bei einer isolierten Betrachtung vermuten lassen. Insbesondere wenn sich ein börsennotiertes Unternehmen vorwiegend in Streubesitz befindet, können institutionelle Investoren unter Umständen – trotz ihrer geringen Anteile – den größten Einzelinvestor darstellen. Eine wichtige Rolle spielt in diesem Zusammenhang die Präsenzquote bei Abstimmungen. So betrug beispielsweise die Präsenzquote auf Hauptversammlungen der DAX-30-Unternehmen 2015 weniger als 55 Prozent, womit durchschnittlich bereits mit etwa 28 Prozent der Stimmrechte eine einfache Stimmenmehrheit bestanden hätte.<sup>182</sup>

**444.** Die Möglichkeit für einen Anteilseigner, sich im Rahmen einer Abstimmung gegen andere Anteilseigner durchzusetzen, ist insbesondere dann von Bedeutung, wenn bei einer Abstimmung unterschiedliche Ziele verfolgt werden. Verfolgen mehrere Anteilseigner mit Minderheitsbeteiligungen dieselben Ziele, so kann es unter Umständen sinnvoll sein, deren Anteile – selbst wenn kein abgestimmtes Verhalten in Bezug auf einen Emittenten (sog.

<sup>181</sup> Siehe z. B. § 119 AktG im deutschen Recht. In Großbritannien kann die Aktionärsversammlung auch über die Vergütung von Direktoren börsennotierter Gesellschaften („quoted companies“) entscheiden; siehe §§ 226B, 439 ff. des U.K. Companies Act 2006 (2006 c. 46).

<sup>182</sup> Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V., SdK-Präsenzstatistik, Stand 30. September 2015, <https://sdk.org/assets/Statistiken/HV-Praesenzen/praesenzen-dax15.pdf>, Abruf am 12. Juni 2018.

„Acting in Concert“) vorliegt – aggregiert zu betrachten. Denn so lässt sich tatsächlich das gesamte Stimmgewicht erfassen, das im Verhältnis zur Gesamtzahl der abgegebenen Stimmen eingesetzt wird, um das jeweilige Abstimmungsziel zu erreichen.

**445.** Bei der Stimmrechtsausübung von Aktionären im Rahmen der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft ist einschränkend erneut zu berücksichtigen, dass Aktionäre nach deutschem und europäischem Recht einer Treuepflicht gegenüber der Aktiengesellschaft unterliegen. Handelt ein Aktionär vorsätzlich unter Benutzung seines Einflusses zum Schaden seines Portfoliounternehmens, so ist er grundsätzlich schadensersatzpflichtig gegenüber der Gesellschaft und anderen Aktionären.<sup>183</sup> Für die Zwecke dieses Gutachtens kann unterstellt werden, dass institutionelle Investoren ein solches Verhalten zu vermeiden suchen; nicht zuletzt, da es auch ihrer Ausrichtung an einer langfristigen und nachhaltigen Begleitung der strategischen Unternehmensentwicklung im wohlverstandenen Anlegerinteresse widersprechen würde.

**446.** Außerdem sind bei der Stimmrechtsausübung aufsichtsrechtliche Vorgaben zu beachten. Insbesondere müssen die Investoren Vorkehrungen treffen, um den Vorwurf eines Acting in Concert zu vermeiden. Ein solches abgestimmtes Verhalten führt zur gegenseitigen Zurechnung von Stimmrechten mit der Folge, dass die zugerechneten Stimmrechte zu melden sind und im Fall eines Kontrollerwerbs eine Pflicht zur Veröffentlichung eines Übernahmeangebots entstehen kann.

#### 4.3.4.2 Einflussnahme jenseits der Stimmrechtswahrnehmung

**447.** Im Rahmen der Beteiligung an der strategischen Unternehmensentwicklung sind für institutionelle Investoren auch Einflussmöglichkeiten außerhalb der Wahrnehmung von Stimmrechten von hoher Bedeutung. Dies gilt insbesondere für den Fall von Unternehmensbeteiligungen, die bei Unzufriedenheit des Investors nicht einfach veräußert werden können, wie dies bei passiven Anlagestrategien grundsätzlich der Fall ist.

**448.** Die Investoren können in diesem Kontext auf bilateraler Ebene gegenüber dem Unternehmensmanagement (Vorstand) die schon angesprochenen Gruppen- und Einzeltreffen nutzen. Diese Kontakte sind, wie erläutert, allerdings reglementiert. Insbesondere die Gruppentreffen gestatten auch keine Diskussion von Detailfragen. Davon abgesehen können Investoren dem Management eigene Positionen auch durch öffentliche Äußerungen (z. B. durch öffentliche Briefe, in der Presse) mitteilen. Nicht üblich ist hingegen eine Aufnahme des Kontaktes zum Aufsichtsrat bei Aktiengesellschaften deutschen Rechts, außer etwa zu Fragen der Vorstandsvergütung.

**449.** Investoren fokussieren sich im Dialog mit dem Management auf Themen, welche die nachhaltige unternehmerische Strategie betreffen.<sup>184</sup> Sie geben häufig Empfehlungen zur Vergütungspolitik ab, um sicherzustellen, dass die Vergütungssysteme wettbewerbsfähig sind und somit eine nachhaltige Unternehmensführung sichergestellt wird. Des Weiteren adressieren sie Themen wie die Qualifikation von Aufsichtsratsmitgliedern oder die Zeit, die diese jeweils zur Erfüllung ihrer Pflichten aufbringen, sowie Umwelt-, Sozial- und Governance-Themen. Eine solche Einflussnahme wird zum Teil auch durch aufsichtsrechtliche Pflichten zur Wahrung von Anlegerinteressen gefordert.

---

<sup>183</sup> Hierzu heißt es in § 117 Abs. 1 AktG: „Wer vorsätzlich unter Benutzung seines Einflusses auf die Gesellschaft ein Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrates, einen Prokuristen oder einen Handlungsbevollmächtigten dazu bestimmt, zum Schaden der Gesellschaft oder ihrer Aktionäre zu handeln, ist der Gesellschaft zum Ersatz des ihr daraus entstehenden Schadens verpflichtet.“ In einer weiteren Konkretisierung der Treuepflicht in § 243 Abs. 2 AktG ist festgelegt, dass ein Beschluss der Hauptversammlung anfechtbar ist, wenn „ein Aktionär mit der Ausübung des Stimmrechts für sich oder einen Dritten Sondervorteile zum Schaden der Gesellschaft oder der anderen Aktionäre zu erlangen suchte und der Beschluss objektiv geeignet ist, diesem Zweck zu dienen“.

<sup>184</sup> Dies dürfte im Wesentlichen deckungsgleich sein mit der Bestimmung der Geschäftspolitik im wettbewerbsrechtlichen Sinne; siehe dazu EU-Kommission, Konsolidierte Mitteilung zu Zuständigkeitsfragen gemäß der Verordnung (EG) Nr. 139/2004 des Rates über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen, berichtigte Fassung, ABl. C 43 vom 21. Februar 2009, S. 10, Tz. 57, 62, 66 f., 69 ff. Danach umfassen „strategische geschäftspolitische Entscheidungen“ und darauf bezogene Rechte „in der Regel Entscheidungen über Budget, Geschäftsplan, größere Investitionen und die Besetzung der Unternehmensleitung“.

**450.** Für die Einflussnahme jenseits der Stimmrechtswahrnehmung zur Begleitung der strategischen Unternehmensentwicklung hat sich der englische Begriff „Shareholder-Engagement“ eingebürgert. Hierunter ist hauptsächlich ein direkter Dialog von Anlegern mit dem Management (und gegebenenfalls den Aufsichtsräten) zu Fragen der Unternehmensführung außerhalb von Aktionärsversammlungen zu verstehen, welcher sowohl regelmäßig als auch anlassbezogen stattfinden kann. Ein solcher Dialog wird von Anteilseignern auch dazu genutzt, eigene Ansichten im Vorfeld von Abstimmungen zu kommunizieren.<sup>185</sup> Eine Befragung von 143 großen institutionellen Investoren zeigt ebenfalls, dass informellen Gesprächen zwischen Vertretern institutioneller Investoren und Managern sowie Aufsichtsratsmitgliedern der Portfoliounternehmen im Rahmen des Shareholder-Engagements große Bedeutung beigemessen werden muss.<sup>186</sup> Als einer von wenigen institutionellen Investoren, die sich öffentlich zu ihrer Tätigkeit äußern, hat BlackRock sich zum Shareholder-Engagement jenseits von Stimmrechten wie folgt positioniert:

*„We believe that shareholders should largely support management and that when it is necessary to challenge management and boards, the most effective means for communicating concerns is through direct engagement. We engaged with roughly 1,600 companies around the world in 2017. When we engage successfully and companies adjust their approach, most observers are never aware of that engagement. [...] We typically only vote against management when direct engagement has failed. At BlackRock, engagement encompasses a range of activities from brief conversations to a series of one-on-one meetings with companies. [...] Our preferred approach is to encourage companies to change their practices where we feel it is needed, rather than to divest their shares [...].“<sup>187</sup>*

**451.** Die Interessen und Ansichten großer institutioneller Investoren finden aufseiten des Managements eines Portfoliounternehmens in der Regel Berücksichtigung, auch wenn die gehaltenen Kapital- und Stimmrechtsanteile von geringer Höhe sind. Nach Aussage von Investoren sind Unternehmen daran interessiert, von ihren Investoren zu erfahren, wie sie die Unternehmensführung, die Wertentwicklung und die langfristigen Finanzziele beurteilen. Nach Investorenaussage hilft es den Unternehmen, die unterschiedlichen Perspektiven ihrer Aktionäre in Bezug auf Governance-Themen zu verstehen und die Möglichkeit zu haben, in ihren Offenlegungen den gewählten Ansatz zu erläutern und zu begründen.

**452.** Bei der Berücksichtigung der Interessen großer institutioneller Investoren kann infolgedessen auch deren Bedeutung für einen zukünftigen Finanzierungsbedarf des Unternehmens eine Rolle spielen sowie eine möglicherweise starke Signalwirkung für andere Investoren im Fall einer Desinvestition.<sup>188</sup>

**453.** Auch bei der Berücksichtigung des Investoreneinflusses jenseits der Stimmrechtswahrnehmung gibt es formale Grenzen. Denn sowohl die Aktionäre als auch die Mitglieder des Vorstands und Aufsichtsrates einer Aktiengesellschaft sind gesetzlich zur Loyalität gegenüber der Gesellschaft verpflichtet. Zudem sind Vorstandsmitglieder bei ihrer Geschäftsführung über die Einhaltung ihrer Pflichten laut Anstellungsvertrag hinaus nach dem Aktiengesetz zu Sorgfalt und Verantwortlichkeit verpflichtet und müssen in diesem Sinne ihre unternehmerischen Entscheidungen zum Wohle der Gesellschaft treffen.<sup>189</sup>

<sup>185</sup> Vgl. die Äußerung der Verantwortlichen für Unternehmensdialog und Stimmrechte für europäische Beteiligungen von BlackRock, Amra Balic: „Wenn es so weit kommt, dass wir auf einer Hauptversammlung sprechen müssen, um unsere Interessen durchzusetzen, ist das doch ein Zeichen dafür, dass der Dialog mit einem Unternehmen gescheitert ist“ (Wirtschaftswoche, Interview: BlackRock – „Wir können nicht einfach verkaufen und weglaufen“, 8. April 2016, S. 83).

<sup>186</sup> McCahery, J. A./Sautner, Z./Starks, L. T., Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, *Journal of Finance*, 2016, 71(6), S. 2905–2932.

<sup>187</sup> BlackRock, Proxy Voting and Shareholder Engagement FAQ, <https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-faq-global.pdf>, Abruf am 21. Mai 2018.

<sup>188</sup> Siehe hierzu Gliederungspunkt 4.3.4.3.

<sup>189</sup> § 93 Abs. 1 AktG.

#### 4.3.4.3 Veräußerung von Unternehmensanteilen

**454.** Unabhängig davon, ob es sich bei einem Anteilseigner mit größerer Beteiligung um einen institutionellen oder einen anderen Investor handelt, misst das Unternehmensmanagement dem Interesse des Anteilseigners ein größeres Gewicht bei, wenn die Möglichkeit zur Veräußerung von Unternehmensanteilen besteht. Die Möglichkeit bzw. Ankündigung einer solchen Anteilsveräußerung kann von anderen Marktteilnehmern als Signal aufgefasst werden und unter Umständen eine disziplinierende Wirkung auf das Management des Portfoliounternehmens haben.<sup>190</sup> Grund hierfür ist z. B. ein erwarteter Wertverlust der Unternehmensaktie und damit z. B. das Risiko einer Steigerung der Finanzierungskosten, falls sich das Rating des Unternehmens hierdurch verschlechtert. Als ein solches Signal mag beispielsweise auch die Ankündigung des Vorstandsvorsitzenden von BlackRock gegenüber seinen Portfoliounternehmen anzusehen sein, Verkäufe (im Rahmen des nach der Investmentstrategie Möglichen) in Betracht zu ziehen, wenn Zweifel bezüglich der strategischen Ausrichtung und der Wachstumsaussichten eines Unternehmens bestünden.<sup>191</sup>

#### 4.3.5 Zusammenfassung und Bewertung

**455.** Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass institutionelle Investoren grundsätzlich trotz ihrer anteilmäßig relativ geringen Beteiligung prinzipiell Möglichkeiten haben, einen gewissen Einfluss auf die Entscheidungen ihrer Portfoliounternehmen zu nehmen. Eine aktive Beteiligung von Anteilseignern an der Diskussion zu Fragen einer nachhaltigen und strategischen Unternehmensentwicklung ist mit Blick auf die Corporate Governance der Portfoliounternehmen und zur Wahrung der Anlegerinteressen grundsätzlich zu begrüßen. Institutionellen Investoren steht im Rahmen ihres Shareholder-Engagements nicht nur die Wahrnehmung von Stimmrechten zur Verfügung, sondern auch eine darüber hinausgehende Kommunikation mit dem Management (und selten dem Aufsichtsrat). Dabei kommt institutionellen Investoren mit aktiven und passiven Anlagestrategien, Letzteren wegen der eingeschränkten Möglichkeit zu Anteilsveräußerungen, -reduktionen oder auch deren Androhung, Bedeutung zu.

**456.** Die Einflussmöglichkeiten und insbesondere die Stimmrechtsausübung beziehen sich grundsätzlich auf die Begleitung der strategischen Unternehmensentwicklung und nicht auf das operative Geschäft.<sup>192</sup> Die institutionellen Investoren können über Themen des operativen Geschäfts allenfalls indirekt Einfluss nehmen, z. B., indem sie über die Entlastung von Mitgliedern des Vorstands oder die Bestellung bzw. Entlastung des Aufsichtsrates abstimmen oder sich zu Vergütungsfragen positionieren.

### 4.4 Schadenstheorien im Zusammenhang mit wettbewerbsrelevanten Fragen

**457.** Die indirekte Verflechtung von Wettbewerbern über Beteiligungen branchenfremder Anteilseigner stellt zunächst ein Marktstrukturphänomen dar, welches nicht notwendigerweise negative Auswirkungen auf das Wettbewerbsgeschehen hat. Ebenso wie hoch konzentrierte Märkte mit wenigen Anbietern von intensivem Wettbewerb geprägt sein können, können Anbieter eines Marktes mit denselben Anteilseignern in intensivem Wettbewerb miteinander stehen. Vergleichbar dem Thema einer hohen Marktkonzentration wird derzeit jedoch diskutiert, ob indirekte Horizontalbeteiligungen auch ein wettbewerbsbeeinträchtigendes Verhalten der Marktakteure erleichtern oder gar verursachen könnten.<sup>193</sup> Die Schadenstheorien zu indirekten Horizontalverflechtungen werden indes

<sup>190</sup> Vgl. Hirschman, A., *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge, MA, Harvard University Press, 1971.

<sup>191</sup> „BlackRock can choose to sell the securities of a company if we are doubtful about its strategic direction or long-term growth“ (<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>, Abgerufen am 17. Mai 2018).

<sup>192</sup> Vgl. EU-Kommission, *Konsolidierte Mitteilung zu Zuständigkeitsfragen gemäß der Verordnung (EG) Nr. 139/2004 des Rates über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen*, berichtigte Fassung, ABl. C 43 vom 21. Februar 2009, S. 10, Tz. 67 („Tagesgeschäft“).

<sup>193</sup> Für eine Zusammenfassung der einzelnen Schadenstheorien und deren Diskussion vgl. auch OECD, *Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition*, Background Note by the Secretariat, DAF/COMP(2017)10, 29. November 2017.

bereits international von Kartellbehörden, wie etwa der Europäischen Kommission, im Rahmen von Fusionskontrollentscheidungen berücksichtigt.<sup>194</sup>

**458.** Im Folgenden werden die in der Literatur diskutierten Möglichkeiten bzw. Wirkungskanäle zusammengefasst, durch welche eine indirekte Verflechtung von Wettbewerbern über Minderheitsbeteiligungen diversifizierter Anteilseigner sich wettbewerbsbeeinträchtigend auswirken könnte. Dabei handelt es sich zunächst um konzeptionelle Überlegungen, welche einer Bewertung unter Berücksichtigung realer Marktgegebenheiten und insbesondere der im vorangegangenen Gliederungspunkt diskutierten Möglichkeiten des Einflusses institutioneller Investoren auf ihre Portfoliounternehmen bedürfen. Bei der Kategorisierung der diskutierten Schadenstheorien wird die in diesem Zusammenhang übliche Unterscheidung zwischen Auswirkungen aufgrund einseitigen Unternehmensverhaltens (unilaterale Effekte) und koordinierten Verhaltens vorgenommen.<sup>195</sup>

#### 4.4.1 Unilaterale Effekte

**459.** Im Allgemeinen werden unter unilateralen Effekten Auswirkungen auf das Marktergebnis verstanden, die durch einseitige Unternehmensentscheidungen verursacht werden. Ein solcher Effekt liegt z. B. vor, wenn ein Anbieter durch den Zusammenschluss mit einem Konkurrenten seine Preise erhöhen kann, ohne dass sich ein Nachfragerückgang negativ auf seine Profitabilität auswirkt. Einen derartigen Verhaltensspielraum hätte dieser Anbieter bei einem hinreichenden Wettbewerb nicht, da seine Kunden bei einer Preiserhöhung auf die Konkurrenz ausweichen würden. Über Produktpreise hinaus kann geringerer Wettbewerb auch Anpassungen bezüglich anderer Wettbewerbsparameter, wie etwa Produktqualität, Angebotsvielfalt oder Innovationstätigkeit, zur Folge haben. Wesentliches Merkmal unilateraler Effekte ist, dass sich diese aus einseitig getroffenen Unternehmensentscheidungen ergeben und keine Koordination der Anbieter untereinander erfordern.

**460.** In der Diskussion um mögliche Effekte indirekter Horizontalverflechtungen stehen bislang unilaterale Effekte im Vordergrund. Dazu mag beigetragen haben, dass die prominentesten empirischen Forschungsarbeiten zum Thema als Maß für den Verflechtungsgrad über diversifizierte Anteilseigner einen modifizierten Herfindahl-Hirschman-Index (MHHI) verwenden, der ursprünglich zur Untersuchung unilateraler Effekte durch direkte Minderheitsbeteiligungen zwischen Wettbewerbern entwickelt worden ist.<sup>196</sup> Neben der grundsätzlichen Frage, ob die Schadenstheorie zu unilateralen Effekten im Zusammenhang mit direkten Minderheitsbeteiligungen zwischen Wettbewerbern auf Konstellationen mit indirekten Verflechtungen übertragbar ist,<sup>197</sup> hat die Verwendung des MHHI zu einer bisweilen zu kurz greifenden Diskussion der Schadenstheorien im Zusammenhang mit indirekten Horizontalverflechtungen geführt. Insbesondere wird die mögliche Erleichterung kooperativen Verhaltens von Wettbewerbern nicht ausreichend berücksichtigt, was im nachfolgenden Gliederungspunkt 4.4.2 erörtert wird.<sup>198</sup>

**461.** Aus einer modelltheoretischen Perspektive erscheinen unilaterale Effekte bei indirekter Horizontalverflechtung möglich. Wenn ein Unternehmen direkt mit seinem Wettbewerber über eine Kapitalbeteiligung verbunden ist, ist es an den Gewinnen des Konkurrenten beteiligt. Ist dieses Unternehmen bestrebt, seinen Gewinn zu maxi-

<sup>194</sup> Die Europäische Kommission stellt in ihrer Entscheidung im Fall Dow/DuPont fest, dass „concentration measures, such as market shares or the Herfindahl-Hirschman index (‘HHI’), are likely to underestimate the level of concentration of the market structure and, thus, the market power of the Parties“ und dass „common shareholding in the agrochemical industry is to be taken as an element of context in the appreciation of any significant impediment to effective competition that is raised in this Decision“ (Europäische Kommission, a. a. O., S. 4).

<sup>195</sup> Europäische Kommission, Leitlinien zur Bewertung horizontaler Zusammenschlüsse gemäß der Ratsverordnung über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen, Amtsblatt der Europäischen Union, 2004/C 31/03, [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52004XC0205\(02\)&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52004XC0205(02)&from=EN); Leitlinien zu nichthorizontalen Zusammenschlüssen, ABl. C 265 vom 18. Oktober 2008, S. 6.

<sup>196</sup> Siehe hierzu Abschnitt 4.5.

<sup>197</sup> Rock, E. B./Rubinfeld, D. L., Defusing the Antitrust Threat to Institutional Investor Involvement in Corporate Governance, Law & Economics Research Paper Series, Working Paper No. 17-05, 2017.

<sup>198</sup> Patel, M. S., Common Ownership, Institutional Investors, and Antitrust, Antitrust Law Journal (im Erscheinen). Verfügbar als SSRN Working Paper, 2. Januar 2018.

mieren, so wird es die Auswirkungen des eigenen Verhaltens auf die Gewinne seiner Wettbewerber berücksichtigen und sich unter Umständen weniger wettbewerblig verhalten.<sup>199</sup> Eine solche Internalisierung der Auswirkungen des eigenen Handelns auf Wettbewerber findet nicht nur statt, wenn Anbieter direkt miteinander über Kapitalbeteiligungen verflochten sind, sondern kann auch dann stattfinden, wenn sie denselben Anteilseigner haben und sich Shareholder-orientiert verhalten, also bei ihren Entscheidungen nicht lediglich ihre eigenen operativen Gewinne berücksichtigen, sondern zusätzlich die Rendite ihrer Anteilseigner. Wenn ein Unternehmen im Rahmen einer Shareholder-Value-Strategie beabsichtigt, die Rendite seiner Anteilseigner zu maximieren, dann könnten – ähnlich wie bei einer direkten Beteiligung – bei unternehmerischen Entscheidungen auch die Auswirkungen auf Wettbewerber berücksichtigt werden, an deren Gewinnen seine Anteilseigner ebenfalls beteiligt sind.<sup>200</sup> Ein zusätzlicher Verhaltensspielraum entstünde einem Unternehmen dann beispielsweise, wenn sich ohne Verflechtung eine Preiserhöhung aufgrund sinkender Nachfrage negativ für dieses auswirken würde, jedoch bei indirekter Horizontalverflechtung dieser Verlust aus der Sicht gemeinsamer Anteilseigner durch die zusätzlichen Gewinne der Konkurrenz überkompensiert würde. Ebenso könnte auf Preissenkungen im Sinne eines Preiswettbewerbs verzichtet werden.<sup>201</sup>

**462.** Die Annahme eines Interesses diversifizierter Anleger an weniger wettbewerbligem Verhalten ihrer Portfoliounternehmen greift hier möglicherweise zu kurz. Zwar ergibt sich das Interesse diversifizierter Anleger an der Gesamtmarktrendite unmittelbar aus deren Kapitalbeteiligungen an mehreren Wettbewerbern eines Marktes. Jedoch ist es überwiegend wahrscheinlich, dass das Renditeinteresse institutioneller Anleger damit vereinfacht dargestellt wird und dass diversifizierte Anleger ungeachtet der bestehenden Beteiligungsstruktur in der Regel ein Interesse an wettbewerbligem Verhalten im jeweiligen Markt haben. Hinzu kommt, dass in vielen Fällen zusätzliche Beteiligungen in vor- und nachgelagerten Märkten gehalten werden. Hat ein Anleger ein Interesse an der Gesamtmarktrendite eines Marktes, dessen Produkte gleichzeitig Vorprodukte für einen – entlang der Wertschöpfungskette – nachgelagerten Markt darstellen, so kann sich ein geringerer Wettbewerb auf der vorgelagerten Produktionsstufe insgesamt nachteilig für die Gesamtrendite des Anlegers auswirken. Ein Grund hierfür könnte sein, dass beispielsweise durch höhere Vorproduktpreise die Gewinnmargen auf der nachgelagerten Wertschöpfungsstufe geschmälert werden, wenn diese nicht an die Endkunden weitergegeben werden können. Darüber hinaus könnte ein weniger intensiver Wettbewerb in einem Portfoliomarkt langfristig zu ausbleibenden Innovationen und somit zu langfristig geringeren Gewinnmargen führen.

**463.** Bei der Beurteilung des Zustandekommens unilateraler Effekte ist zu berücksichtigen, dass nach geltendem Recht sowohl Aktionäre als auch die Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder gesetzlich dem Unternehmenswohl verpflichtet sind.<sup>202</sup> Sollte ein Unternehmensmanagement sich weniger wettbewerblig verhalten, so könnte dies grundsätzlich einen Verstoß gegen die gesetzlichen Treuepflichten des Managements darstellen. Voraussetzung für einen derartigen Verstoß gegen Treuepflichten ist allerdings ein Handeln entgegen dem Wohl der eigenen Gesellschaft. Würde jedoch beispielsweise eine aggressive Wettbewerbsstrategie im Sinne eines Preiswettbewerbs unterlassen, um ein mittel- bis langfristiges Sinken der Gewinnmargen – im gesamten Markt und damit auch der eigenen – zu vermeiden, so würde eine solche Strategie dem Unternehmenswohl nicht zwangsläufig zuwiderlaufen. Eine derartige Strategie wäre dann denkbar, wenn einzelne Portfoliounternehmen Grund zu der Annahme

<sup>199</sup> Reynolds, R./Snapp, B., The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures, *International Journal of Industrial Organization* 4(2), 1986, S. 141–153; Flath, D., When Is It Rational for Firms to Acquire Silent Interests In Rivals?, *International Journal of Industrial Organization* 9, 1991, S. 573–583; Salop, S./O'Brian, D., Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control, *Antitrust Law Journal*, 67, 2000, S. 559–614; vgl. auch Monopolkommission, XXI. Hauptgutachten, a. a. O., Kapitel III.

<sup>200</sup> Eine formale Beschreibung der Zielfunktion eines Unternehmens bei indirekter Horizontalverflechtung findet sich im Anhang dieses Kapitels.

<sup>201</sup> In diesem Zusammenhang kann in modelltheoretischen Arbeiten ein positiver Zusammenhang zwischen dem Diversifizierungsgrad von Anteilseignern über die Anbieter eines Marktes und dem Marktpreis der Produkte gezeigt werden; siehe Azar, J., *A New Look at Oligopoly: Implicit Collusion Through Portfolio Diversification*, Ph.D. Thesis, Princeton University, 2012.

<sup>202</sup> Vgl. hierzu Gliederungspunkt 4.3.

haben, dass ihre Wettbewerber ebenfalls eine in diesem Sinne langfristige Strategie verfolgen, was einen gewissen Grad an expliziter oder impliziter Koordinierung voraussetzt.

#### 4.4.2 Koordiniertes Verhalten

**464.** Wenn Anbieter innerhalb eines Marktes ihr Verhalten erfolgreich einander angleichen und dadurch ein Marktergebnis ermöglichen, welches über dem Wettbewerbsniveau liegt, spricht man von wettbewerbsbeeinträchtigenden Effekten durch koordiniertes Verhalten bzw. von Kollusion. Klassischerweise handelt es sich hierbei um Preisabsprachen, in welchen unter Wettbewerbern ein Preis vereinbart wird, welcher nicht zum Vorteil eines Unternehmens unterschritten werden darf, um durch zusätzliche Nachfrage die Gewinne zu steigern. Durch derartige Absprachen steigen die Gewinne aller beteiligten Anbieter innerhalb eines Marktes zulasten ihrer Kunden. Im Allgemeinen lässt sich kollusives Verhalten in Formen explizit abgestimmten Parallelverhaltens und impliziter bzw. stillschweigender Kollusion unterteilen. Bei impliziter Kollusion geschieht die Koordinierung der Unternehmen nicht durch explizite Kommunikation oder Informationsaustausch, sondern es können beispielsweise Preise über Wettbewerbsniveau durch ein implizites Parallelverhalten erreicht oder aufrechterhalten werden.<sup>203</sup> Beide Formen des kollusiven Verhaltens sind im vorliegenden Kontext relevant.

**465.** In der aktuellen Diskussion um Wettbewerbseffekte indirekter Horizontalverflechtungen wurde ein koordiniertes Verhalten bisher tendenziell vernachlässigt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Anreize zur Koordination unter Wettbewerbern grundsätzlich bestehen und nicht erst durch das Vorliegen kapitalmäßiger Verflechtungen zwischen diesen. Nichtsdestotrotz könnte eine Koordinationsfunktion von Unternehmensverflechtungen erleichtert werden. Spezifische modelltheoretische Arbeiten zum Zusammenhang zwischen kollusivem Verhalten und Minderheitsbeteiligungen zwischen Wettbewerbern liegen bisher lediglich für direkte Beteiligungen zwischen Wettbewerbern vor. Im Folgenden wird sowohl die Übertragbarkeit der bestehenden modelltheoretischen Arbeiten auf indirekt verflochtene Wettbewerber geprüft als auch eine Bewertung, insbesondere vor dem Hintergrund gesetzlicher Verhaltensvorschriften, vorgenommen.

**466.** Für direkte finanzielle Minderheitsbeteiligungen zwischen Wettbewerbern existieren in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur generell zwei Ansatzpunkte, die ein koordiniertes Verhalten fördern können: Zum einen wird angenommen, dass direkte Unternehmensverflechtungen die Transparenz in einem Markt erhöhen können. Dabei können theoretisch selbst Minderheitsbeteiligungen dem Anteilseigner einen Zugang zu Informationen ermöglichen, über die seine Wettbewerber nicht verfügen.<sup>204</sup> Dieser Wirkungskanal dürfte in der EU jedoch nur eine sehr begrenzte Bedeutung haben. Denn jede Mitteilung kursrelevanter Informationen an die Anteilseigner ist insiderrechtlich relevant. Theoretisch könnten direkte finanzielle Minderheitsbeteiligungen die Anreize der Unternehmen zwar verändern. Unternehmen könnten sich entscheiden, ob sie sich kollusiv oder einseitig wettbewerbsbeeinträchtigend verhalten. Bei dieser Entscheidung könnten sie, zumindest unter anderem, einerseits die erwarteten Kollusionsgewinne und andererseits die Summe aus den Abweichungsgewinnen und den erwarteten Gewinnen ohne Kollusion (Wettbewerbsgewinne) berücksichtigen. Direkte Minderheitsbeteiligungen zwischen Wettbewerbern können die Anreize zu kollusivem Verhalten verändern, weil sie sowohl Auswirkungen auf die Abweichungsgewinne als auch auf die Wettbewerbsgewinne haben.<sup>205</sup> Während bei der Übertragung dieser Überlegungen auf Fälle indirekter Horizontalbeteiligungen eine Verbesserung der Markttransparenz möglich erscheint, bleiben Auswirkungen indirekter Verflechtungen auf die Anreize zu kollusivem Verhalten fraglich. Beide Aspekte werden im Folgenden näher erläutert und diskutiert.

<sup>203</sup> Ivaldi, M. u. a., *The Economics of Tacit Collusion*, Final Report for DG Competition, European Commission, IDEI Toulouse, 2003; siehe auch EU-KOM, LL zur Bewertung horizontaler Zusammenschlüsse, ABl. C31 v. 5. Februar 2004, S. 5, Tz. 39 ff.; LL zur Bewertung nicht horizontaler Zusammenschlüsse, ABl. C 265 v. 18. Oktober 2008, S. 6, Tz. 79 ff., 119 ff.

<sup>204</sup> OECD, *Antitrust Issues Involving Minority Shareholding and Interlocking Directorates*, Competition Policy Roundtables, 2008. Verfügbar unter: <https://www.oecd.org/competition/mergers/41774055.pdf>, S. 30 (dort bezogen auf unternehmensinterne Planungen).

<sup>205</sup> Malueg, D., *Collusive Behavior and Partial Ownership of Rivals*, *International Journal of Industrial Organization* 10(1), 1992, S. 27–34; Gilo, D./Moshe, Y./Spiegel, Y., *Partial Cross Ownership and Tacit Collusion*, *The RAND Journal of Economics* 37, 2006, S. 81–99.

#### 4.4.2.1 Verbesserte Markttransparenz

**467.** Es ist denkbar, dass die Weitergabe von Marktkenntnissen und Markteinschätzungen unter Beteiligung institutioneller Investoren die Markttransparenz in einer Weise erhöhen kann, welche institutionelle Investoren besser stellt als andere Anleger (z. B. Kleinanleger). Dies kann nach Stimmen in der Literatur die Bedingungen für koordiniertes Verhalten erleichtern, auch ohne dass die Investoren einen aktiven Einfluss auf ihre Portfoliounternehmen ausüben müssten.

#### 4.4.2.2 Unilaterale Effekte und Verhaltenskoordination

**468.** In der modelltheoretischen Literatur finden Anreize der Unternehmen zu einem potenziell kollusiven Verhalten in der Regel mehr Berücksichtigung als die allgemeine Markttransparenz. Direkte Überkreuzbeteiligungen zwischen Wettbewerbern erzeugen in der Theorie grundsätzlich zwei gegenläufige Effekte bezüglich der Anreize zu koordiniertem Verhalten: Einerseits können derartige Beteiligungsstrukturen kollusionsfördernd wirken, weil ein Unternehmen, welches von der kollusiven Vereinbarung abweicht, einen Teil der negativen Auswirkungen seines Verhaltens auf seine Wettbewerber mitberücksichtigt und sich somit sein erwarteter Abweichungsgewinn verringert. Andererseits kann ein möglicher unilateraler Effekt durch Überkreuzbeteiligungen, wie unter 4.4.1 erläutert, dazu führen, dass sich der Wettbewerb zwischen den Unternehmen ohnehin vermindert. Dadurch ist auch der erwartete (Wettbewerbs-)Gewinn ohne kollusives Verhalten für die Unternehmen höher, womit der prognostizierte Verlust eines Anbieters beim Abweichen von der Koordinierungsstrategie geringer ausfällt.<sup>206</sup>

**469.** Überträgt man die Ergebnisse der theoretischen Literatur zu direkten Minderheitsbeteiligungen auf indirekte Horizontalverflechtungen, ist für eine Beurteilung der Wahrscheinlichkeit koordinierten Verhaltens von Bedeutung, ob gleichzeitig unilaterale Effekte zu erwarten sind. Wenn durch indirekte Horizontalverflechtungen unilaterale Effekte zu erwarten wären, müsste ein Zustandekommen koordinierter Effekte als geringer eingeschätzt werden, da der erwartete Kollusionsgewinn bzw. die Differenz zwischen dem Gewinn ohne Koordination und dem Gewinn mit Koordination, abnehmen würde.<sup>207</sup> Wie in Gliederungspunkt 4.4.1 erörtert, erscheinen wettbewerbsbeeinträchtigende unilaterale Effekte durch indirekte Horizontalverflechtungen grundsätzlich nur denkbar, wenn ein weniger intensiver Wettbewerb im Sinne des aktienrechtlichen Unternehmenswohls wäre, andernfalls würden die handelnden Personen gegen gesetzliche Treuepflichten verstoßen. Zudem ist es wahrscheinlich, dass beispielsweise der Verzicht auf intensiven Wettbewerb eines Unternehmens zugunsten einer langfristigen Gewinnmaximierung und damit zugunsten des langfristigen Unternehmenswohls zumindest einer impliziten Koordination bedarf.<sup>208</sup>

#### 4.4.2.3 Bedeutung von Einflussmöglichkeiten

**470.** Auch wenn Anbieter eines Marktes in keiner Weise über Kapitalbeteiligungen miteinander verbunden sind, können für sie grundsätzlich Anreize bestehen, ihr Verhalten zu koordinieren. Das gilt unabhängig von der Frage, ob eine solche Koordinierung, wenn sie tatsächlich erfolgen sollte, kartellrechtlich zulässig ist oder möglicherweise gegen Art. 101 Abs. 1 AEUV bzw. § 1 GWB verstößt.

**471.** Berücksichtigt man bei indirekten Horizontalverflechtungen zusätzlich die Eigentümerstruktur der Anbieter, könnten zusätzlich zu den Portfoliounternehmen auch diversifizierte ebenso wie nicht diversifizierte Anteilseigner von einer Koordination profitieren. Wenn eine indirekte Horizontalverflechtung über institutionelle Investoren in einer solchen Situation eine Koordination der Wettbewerber durch eine höhere Markttransparenz erleichtern würde, wie unter 4.4.2.1 beschrieben, dann wäre für eine koordinationsfördernde Wirkung keinerlei Möglichkeit

<sup>206</sup> Olczak, M., Unilateral versus Coordinated Effects: Comparing the Impact on Consumer Welfare of Alternative Merger Outcomes, ESRC Centre for Competition Policy Working Paper 10-3, 2009; Reynolds, R./Snapp, B., a. a. O.; Salop, S./O'Brien, D., a. a. O.

<sup>207</sup> Auch bei direkten Überkreuzbeteiligungen sind Situationen denkbar, in denen derartige Beteiligungsstrukturen kollusionshemmend wirken können (Malueg, D., a. a. O.).

<sup>208</sup> Vgl. Tz. 463.

des Einflusses diversifizierter Investoren auf die Entscheidungen ihrer Portfoliounternehmen vonnöten, da eine Kollusionsstrategie dieser Investoren auf keinen Widerstand stoßen würde und nicht dem Unternehmenswohl der einzelnen Anbieter zuwiderlaufen würde.

**472.** Zusätzlich zu einer höheren Markttransparenz könnten indirekte Horizontalverflechtungen dazu beitragen, dass Anbieter aufgrund individueller Entscheidung von intensivem Wettbewerb absehen. Dies wäre insbesondere dann denkbar, wenn Wettbewerber ihre indirekte Verflechtung miteinander als ein Signal verstehen, ihr Verhalten (implizit) zu koordinieren. Wenn beispielsweise das Management eines Portfoliounternehmens von aggressivem Wettbewerb absehen möchte, könnte es dies in dem Maße leichter tun, in welchem es davon ausgehen könnte, dass die Wettbewerber ebenfalls keine aggressiven Wettbewerbsstrategien verfolgen. Bei dem Versuch einer Einschätzung des Wettbewerbsverhaltens der Konkurrenz könnte es möglicherweise berücksichtigt werden, wenn dieselben Anteilseigner sich bei allen Wettbewerbern für langfristige Strategien einsetzen. Würde ein Anbieter aus diesem Grund zu dem Schluss gelangen, dass seine Wettbewerber eher von aggressivem Wettbewerb absehen, könnte eine indirekte Horizontalverflechtung somit implizite Kollusion erleichtern. Es erscheint in diesem Zusammenhang jedoch fraglich, ob die Möglichkeiten des Einflusses institutioneller Investoren auf ihre Portfoliounternehmen ausreichen, um entsprechende Verhaltensanpassungen – im verwendeten Beispiel eine langfristige Gewinnorientierung – realistisch bzw. ursächlich erscheinen zu lassen.<sup>209</sup> Denn nur dann könnte eine diversifizierte Eigentümerstruktur eine Signalwirkung für eine implizite Verhaltensabstimmung darstellen.

**473.** In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass bei der Existenz mehrerer diversifizierter Investoren in einem Markt möglicherweise entscheidend ist, ob jeweils eine konkrete Beteiligung eines Investors die Beeinflussung von Unternehmensentscheidungen ermöglicht oder ob der gesamte an einem Unternehmen von diversifizierten Investoren gehaltene Anteil Einflussmöglichkeiten bietet. Darüber hinaus könnten selbst nicht diversifizierte Anleger, die nur an einem Wettbewerber in einem Markt beteiligt sind, ein Interesse an koordiniertem Verhalten haben, wenn sie an einer langfristigen Gewinnmaximierung interessiert sind.

#### 4.4.3 Zusammenfassung und Bewertung

**474.** Indirekte Horizontalbeteiligungen könnten wettbewerbsschädigendes Verhalten der Marktakteure erleichtern. Eine konkrete Schadenstheorie kann sich dabei sowohl im Bereich unilateraler als auch koordinierter Effekte bewegen. Eine Gewichtung der tatsächlichen Bedeutung einzelner Schadenstheorien über Märkte hinweg erscheint in Anbetracht des allgemeinen Marktstrukturcharakters und marktspezifischer Umstände und Eigentumsverhältnisse nicht möglich.

**475.** Im Rahmen unilateraler Effekte könnten Unternehmen durch indirekte Horizontalverflechtungen einen zusätzlichen Verhaltensspielraum nutzen und damit für weniger intensiven Wettbewerb in einem Markt sorgen. Allerdings erscheinen unilaterale Wettbewerbseffekte durch indirekte Horizontalverflechtungen nur denkbar, wenn ein weniger intensiver Wettbewerb im Sinne des Unternehmenswohls wäre; andernfalls würden die handelnden Personen gegen gesetzliche Treuepflichten verstoßen. Zudem erscheint es wahrscheinlich, dass beispielsweise der Verzicht auf intensiven Wettbewerb eines Unternehmens zugunsten einer langfristigen Gewinnmaximierung und damit zugunsten des langfristigen Unternehmenswohls zumindest einer impliziten Koordinierung bedarf. Weiterhin stellen sich die Anreize zur Einflussnahme durch diversifizierte Investoren als nicht eindeutig dar, weil diese z. B. über einen betrachteten Markt hinaus auch ein finanzielles Interesse an vor- und nachgelagerten Märkten haben können.

**476.** Auch im Rahmen einer Erleichterung des koordinierten Verhaltens von Marktteilnehmern könnten indirekte Horizontalverflechtungen zu Wettbewerbsbeeinträchtigungen führen. Gründe hierfür könnten insbesondere eine mögliche Erhöhung der allgemeinen Markttransparenz, die Ermöglichung zusätzlicher Kommunikationswege zwischen Wettbewerbern oder eine kollusionsfördernde Signalwirkung durch indirekte Verflechtungen sein. Zu beachten gilt hier, dass von einem etwaigen koordinierten Verhalten mittel- bis langfristig alle beteiligten Unterneh-

<sup>209</sup> Vgl. Gliederungspunkt 4.3.

men sowie deren diversifizierte als auch nicht diversifizierte Anteilseigner profitieren könnten. Da Anreize zu koordiniertem Verhalten in Märkten unabhängig von diversifizierten Anlegern bestehen könnten, ist im Zusammenhang mit koordinierten Effekten insbesondere auch von einer erleichternden Wirkung auszugehen. Deshalb dürften koordinierte Effekte – wenn überhaupt – vorzugsweise in Märkten eine Rolle spielen, die ohnehin günstige Bedingungen für Verhaltensabstimmungen bieten.

#### 4.5 Die Messung indirekter Horizontalverflechtungen und ihrer wettbewerblichen Effekte

**477.** Eine indirekte Horizontalverflechtung liegt vor, wenn zwei oder mehrere Unternehmen über einen oder mehrere gemeinsame Anteilseigner verbunden sind (vgl. Abbildung II.37). Anhand dieser intuitiven Definition lässt sich relativ einfach feststellen, ob indirekte Horizontalverflechtungen innerhalb eines Marktes bestehen. Die Messung allerdings, wie stark die Verflechtungen durch gemeinsame Anteilseigner zwischen zwei oder mehreren Unternehmen ausgeprägt sind bzw. wie hoch der Verflechtungsgrad innerhalb eines Marktes ist, ist nicht trivial. In der ökonomischen Literatur ist hierzu eine Reihe unterschiedlicher Maßzahlen vorgeschlagen worden, die den Verflechtungsgrad durch Minderheitsbeteiligungen diversifizierter Anteilseigner messen. Neben diesen einfachen Kennzahlen existieren komplexere, aus der ökonomischen Theorie abgeleitete Indikatoren. Diese quantifizieren die Auswirkungen indirekter Horizontalverflechtungen auf die Marktkonzentration und lassen – unter zusätzlichen Annahmen – Rückschlüsse auf daraus resultierende wettbewerbsmindernde Anreize für Portfoliounternehmen zu. Ein gutes Verständnis der Indikatoren für den Verflechtungsgrad ist wichtig für die Interpretation der empirischen Arbeiten und die Bewertung der diskutierten Maßnahmen zur Eindämmung potenzieller Wettbewerbsrisiken. Daher sollen einige wichtige Indikatoren nachfolgend näher beleuchtet werden.

##### 4.5.1 Einfache Kennzahlen für den Verflechtungsgrad

**478.** Einfache Kennzahlen für den Verflechtungsgrad aus der Perspektive eines Unternehmens sind etwa (i) die Zahl der konkurrierenden Unternehmen, mit denen das Unternehmen über gemeinsame Anteilseigner verbunden ist, (ii) die durchschnittliche Anzahl der Konkurrenzunternehmen, an denen die eigenen Anteilseigner außerdem beteiligt sind, oder (iii) die Summe der Beteiligungen, die diversifizierte Anteilseigner an einem Unternehmen halten.<sup>210</sup> Die Verflechtung zweier Unternehmen aufgrund gemeinsamer Anteilseigner kann mithilfe von Überschneidungsmaßen bestimmt werden. Die Überschneidung bemisst sich anhand der – je nach Indikator unterschiedlich erfassten bzw. gewichteten – Beteiligungshöhen eines oder mehrerer Anteilseigner, die Anteile an beiden Unternehmen halten.<sup>211</sup> Sowohl die Indikatoren, die den Verflechtungsgrad aus der Sicht eines Unternehmens quantifizieren, als auch die Überschneidungsmaße lassen sich aggregieren, um den durchschnittlichen Verflechtungsgrad mehrerer Unternehmen oder des gesamten Marktes zu beschreiben.

**479.** Die angesprochenen Maßzahlen eignen sich grundsätzlich dafür, die Entwicklung des Verflechtungsgrades über einen Zeitraum darzustellen.<sup>212</sup> Ebenso kann die Bedeutung indirekter Horizontalverflechtungen zwischen unterschiedlichen Unternehmen einer Branche oder aber zwischen Branchen in Relation zueinander gesetzt und verglichen werden. Neben rein deskriptiven Darstellungen finden solche Maße auch Verwendung in ökonometri-

<sup>210</sup> He, J./Huang, J., Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings, *The Review of Financial Studies* 30(8), 2017, S. 2674–2718.

<sup>211</sup> Die Verflechtung zwischen zwei Unternehmen *A* und *B* aufgrund von Beteiligungen durch *M* diversifizierte Anleger kann etwa auf Basis der durchschnittlichen Beteiligungshöhen berechnet werden, i. e.  $\phi\_Ueberschneidung = \sum_{i=1}^M \frac{a_{i,A} + a_{i,B}}{2}$ , wobei  $a_{i,A}$  und  $a_{i,B}$  die von Anteilseigner *i* gehaltenen Anteile an Unternehmen *A* bzw. *B* darstellen. Alternativ kann die Überschneidung auch anhand der jeweils geringeren Beteiligungshöhe, die ein Anteilseigner an *A* und *B* hält, ermittelt werden, i. e.  $\min\_Ueberschneidung = \sum_{i=1}^M \min\{a_{i,A}, a_{i,B}\}$  oder mittels der nach der relativen Größe der Portfoliounternehmen gewichteten Beteiligungen, i. e.  $gew\_Ueberschneidung = \sum_{i=1}^M (a_{i,A} * \frac{v_A}{v_A + v_B} + a_{i,B} * \frac{v_B}{v_A + v_B})$ , wobei  $v_A$  und  $v_B$  die Marktwerte von *A* und *B* darstellen, Gilje, E./Gormley, T./Levit, D., The Rise of Common Ownership, SSRN Working Paper, 19. April 2018, S. 7 f.

<sup>212</sup> Beispiele für die deutsche Chemie- und Autoindustrie finden sich bei Seldeslachts, J./Newham, M./Banal-Estanol, A., Veränderungen bei gemeinsamen Eigentümerstrukturen deutscher Unternehmen, DIW-Wochenbericht 30/2017, S. 619.

schen Modellen, die den Zusammenhang zwischen Marktindikatoren und dem Verflechtungsgrad untersuchen.<sup>213</sup> Für sich genommen, d. h. ohne Vergleichsgröße, haben diese Maße allerdings nur eine begrenzte Aussagekraft. Sie sind weder modelltheoretisch fundiert noch stehen sie notwendigerweise in einem direkten Zusammenhang mit (potenziell antikompetitiven) Auswirkungen indirekter Horizontalverflechtungen auf die Anreizstrukturen der Portfoliounternehmen. Belastbare Aussagen über Wettbewerbseffekte von Minderheitsbeteiligungen diversifizierter Anleger lassen sich auf ihrer Basis nicht treffen.

#### 4.5.2 Ökonomisch-theoretisch fundierte Maßzahlen

**480.** Neben den einfachen Verflechtungsmaßen existieren Indikatoren, die aus der Modelltheorie abgeleitet sind. Der bekannteste und am weitesten verbreitete ist der modifizierte Herfindahl-Hirschman-Index (MHHI).<sup>214</sup> Während der klassische HHI die Marktkonzentration auf der Grundlage der Anzahl der im Markt tätigen Unternehmen sowie der jeweils gehaltenen Marktanteile bestimmt,<sup>215</sup> kann der MHHI zusätzliche Konzentrationseffekte, die aus Horizontalverflechtungen resultieren, erfassen. Ursprünglich ist der MHHI im Kontext direkter Horizontalverflechtungen entwickelt worden, allerdings lässt sich die zugrunde liegende Logik auch auf indirekte Horizontalverflechtungen übertragen.

**481.** Ausgangspunkt ist die Annahme, dass die Unternehmen nicht nach der Maximierung der eigenen Gewinne streben, sondern die gewichteten Renditen ihrer Anteilseigner maximieren.<sup>216</sup> Hält ein Anteilseigner gleichzeitig Beteiligungen an konkurrierenden Unternehmen, berücksichtigen seine Portfoliounternehmen die Effekte ihrer unternehmerischen Entscheidungen auf die Gewinne der über gemeinsame Anteilseigner mit ihnen verbundenen Konkurrenten, da diese wiederum die Rendite des Anteilseigners beeinflussen. Daher wird angenommen, dass Unternehmen in der Folge weniger kompetitiv auftreten, wodurch die tatsächliche Konzentration im Markt höher ausfällt, als es sich aus der ausschließlichen Betrachtung von Marktanteilen ergeben würde.

**482.** Für einen Markt mit  $N$  konkurrierenden Unternehmen und  $M$  Anteilseignern ist der MHHI durch folgende Formel beschrieben:

$$MHHI = \sum_{j=1}^N \sum_{k=1}^N \frac{\sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \beta_{ij}} s_j s_k$$

**483.** Der Marktanteil von Unternehmen  $j$  ist gegeben durch  $s_j$ . Die Höhe der finanziellen Beteiligung von Anteilseigner  $i$  an Unternehmen  $j$  ist  $\beta_{ij}$ . Der Ausdruck  $\gamma_{ij}$  beschreibt den relativen Einfluss<sup>217</sup>, den Investor  $i$  auf die Unternehmensentscheidungen von Unternehmen  $j$  ausüben kann.<sup>218</sup> Alternativ kann der Ausdruck als Gewicht interpretiert werden, mit dem das Unternehmen die finanziellen Interessen von Investor  $i$  bei seinen Unternehmensentscheidungen berücksichtigt. Der Anreizterm,  $\sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \beta_{ik} / \sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \beta_{ij}$ , bildet den Einfluss auf Unternehmen  $j$  ab, den Investoren, die gleichzeitig auch am Konkurrenten  $k$  beteiligt sind, ausüben.<sup>219</sup>

<sup>213</sup> He, J./Huang, J., a. a. O.; Freeman, K., The Effects of Common Ownership on Customer-Supplier Relationships, Kelley School of Business Research Paper No. 16-84, 17. August 2017, und Gilje, E./Gormley, T./Levit, D., a. a. O.

<sup>214</sup> Bresnahan, T./Salop, S., Quantifying the competitive effects of production joint ventures, International Journal of Industrial Organization 4(2), 1986, S. 155–175. Die hier dargestellte Variante geht zurück auf Salop, S./O'Brien, D., a. a. O.

<sup>215</sup> Der HHI ist für einen Markt mit  $N$  Unternehmen wie folgt definiert:  $HHI = \sum_{j=1}^N s_j^2$ , wobei  $s_j$  der Marktanteil von Unternehmen  $j$  ist.

<sup>216</sup> Eine formelle Darstellung der dem MHHI zugrunde liegenden Gewinnfunktion sowie eine Herleitung und Veranschaulichung anhand von Zahlenbeispielen findet sich im Anhang zu diesem Abschnitt.

<sup>217</sup> Die englischsprachige Literatur spricht hier von „control weights“, allerdings ist der Kontrollbegriff dort weiter zu verstehen als Kontrolle im Sinne des Wettbewerbsrechts („bestimmender Einfluss“).

<sup>218</sup> Zu den unterschiedlichen Ansätzen, Einflussgewichte zu bestimmen, siehe auch Tz. 489.

<sup>219</sup> Siehe hierzu auch Tz. 1229 ff. im Anhang zu diesem Abschnitt.

**484.** Eine wichtige Eigenschaft des MHHI ist, dass er als Summe des traditionellen HHI und des MHHI-Deltas<sup>220</sup> – das die auf indirekte Horizontalverflechtungen zurückzuführende Konzentration misst – dargestellt werden kann:

$$MHHI = \underbrace{\sum_{j=1}^N s_j^2}_{HHI} + \underbrace{\sum_{j=1}^N \sum_{\substack{k=1 \\ k \neq j}}^N \frac{\sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \beta_{ij}} s_j s_k}_{MHHI-Delta}$$

**485.** Bestehen keine indirekten Horizontalverflechtungen, ist das MHHI-Delta gleich 0 und der MHHI entspricht exakt dem HHI. Gleiches gilt, wenn zwar diversifizierte Anteilseigner existieren, ihre Portfoliounternehmen die unmittelbaren Auswirkungen ihres Handelns auf die Gewinne der Konkurrenten und damit mittelbar auf die Investorenrendite aber nicht berücksichtigen, etwa, weil die Anteilseigner keinen Einfluss geltend machen können. In diesen Fällen maximieren die Portfoliounternehmen weiterhin ihre eigenen Gewinne. Ein Risiko für den Wettbewerb aufgrund indirekter Horizontalverflechtungen besteht nicht.

**486.** Üben diversifizierte Investoren allerdings einen gewissen Einfluss auf ihre Portfoliounternehmen aus, ist das MHHI-Delta positiv und der MHHI folglich höher als der HHI. Grundsätzlich gilt, dass das MHHI-Delta zunimmt, je stärker indirekte Horizontalverflechtungen ausgeprägt sind und je größer der Einfluss diversifizierter Investoren auf Unternehmensentscheidungen ist. Unter den zusätzlichen Annahmen, dass die Unternehmen im Mengenwettbewerb (Cournot-Wettbewerb) stehen und ein homogenes Produkt herstellen, ist der MHHI proportional zu den industrieweiten Margen.<sup>221</sup> Je höher der MHHI ist, desto niedriger ist die von den Unternehmen gewählte Ausbringungsmenge, die mit höheren Preisen und einer geringeren Konsumentenwohlfaht einhergeht.

**487.** Trotz dieser Eigenschaften, die den MHHI als Kennzahl des Verflechtungsgrades und Indikator möglicher Wettbewerbsrisiken auszeichnen, besteht eine Reihe methodischer Kritikpunkte. Anders als der HHI, der Werte zwischen 0 (vollständiger Wettbewerb) und 1 bzw. 10.000<sup>222</sup> (Monopol) annimmt, hat der MHHI keinen definierten Wertebereich. Zwar ist der MHHI nach unten auf 0 begrenzt und niemals kleiner als der HHI. Allerdings kann der MHHI in gewissen Konstellationen Werte oberhalb von 1 bzw. 10.000 erreichen und – in Extremfällen – sogar gegen unendlich tendieren.<sup>223</sup> Extreme Werte können zwar dadurch verhindert werden, dass geringfügige Beteiligungen unterhalb eines Schwellenwertes nicht berücksichtigt werden. Dennoch ist die Interpretation des ermittelten MHHI ebenso erschwert wie die Bestimmung kritischer Werte, die anzeigen, ab wann ein Markt als konzentriert anzusehen ist. Kritisch zu beurteilen sind außerdem die restriktiven modelltheoretischen Annahmen, die in der Regel nicht den tatsächlichen Marktgegebenheiten realer Märkte entsprechen. Inwiefern der MHHI hinreichend valide Aussagen zulässt, wenn eine oder mehrere der ihm zugrunde gelegten Annahmen nicht der Realität entsprechen, ist unklar.<sup>224</sup> Ferner bildet der MHHI ausschließlich Konzentrationseffekte ab, die auf unilaterale Ver-

<sup>220</sup> Das MHHI-Delta ist nicht zu verwechseln mit dem HHI-Delta, das im Fall einer Unternehmensfusion die Erhöhung der durch den HHI gemessenen Marktkonzentration beziffert.

<sup>221</sup> Zum Zusammenhang von branchenweiten Margen und dem MHHI siehe auch Tz. 1231 im Anhang zu diesem Abschnitt.

<sup>222</sup> Wird der HHI auf Basis von Marktanteilen in absoluten Zahlen berechnet, d. h., der Marktanteil eines Monopolisten beträgt 1, ist der  $HHI = 1^2 = 1$  im Monopolfall. Wird der HHI hingegen auf Basis von Prozentwerten berechnet, ist der  $HHI = 100^2 = 10.000$ .

<sup>223</sup> Werte über 10.000 können etwa entstehen, wenn neben diversifizierten institutionellen Investoren eine Vielzahl kleiner nicht diversifizierter Anleger existiert, die keinen Einfluss auf die Unternehmensentscheidung ausüben; vgl. hierzu die Beispiele von Lambert, T./Sykuta, M., The Case for Doing Nothing about Institutional Investors' Common Ownership of small Stakes in Competing Firms, University of Missouri School of Law Legal Studies Research Paper No. 2018-21, 4. Mai 2018, Fn. 49, und Gramlich, J./Grundl, S., Estimating the Competitive Effects of Common Ownership, Finance and Economics Discussion Series 29/2017, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, S. 11. Die extremen Werte kommen hier zustande, weil die tatsächlichen der Berechnung zugrunde gelegten Marktanteile stark von denen abweichen, die sich eigentlich aufgrund des Einflusses der Investoren ergeben müssten.

<sup>224</sup> Vergleiche explizit zum Zusammenhang zwischen Preisniveau und MHHI bei abweichenden Annahmen auch O'Brien, D., Price-Concentration Analysis: Ending the Myth, and Moving Forward, SSRN Working Paper, 24. Juli 2017, und allgemeiner zum Zusammenhang von Preisen und Konzentrationsmaßen bei Mengenwettbewerb bereits Whinston, M., Antitrust Policy Toward Horizontal Mergers, in: Armstrong, M./Porter, R. (Hrsg.): Handbook of Industrial Organization, 3, 2007, S. 2369–2440.

haltensweisen zurückzuführen sind. Koordiniertes Verhalten, das durch indirekte Horizontalverflechtungen potenziell erleichtert werden kann,<sup>225</sup> wird nicht erfasst. Die tatsächliche Marktkonzentration und mögliche Risiken für den Wettbewerb können in solchen Fällen systematisch unterschätzt werden.

**488.** In der Literatur ist der MHHI verallgemeinert worden, um ein breiteres Spektrum an Konstellationen etwa hinsichtlich der Beteiligungsstrukturen und Einflussmöglichkeiten abbilden zu können. Das oftmals als generalisierter HHI (GHHI) bezeichnete Maß kann sowohl direkte als auch indirekte Horizontalverflechtungen berücksichtigen sowie den kombinierten Einfluss, den ein Investor durch direkte und indirekte Beteiligungen<sup>226</sup> auf Unternehmensentscheidungen nehmen kann.<sup>227</sup>

**489.** Eine praktische Herausforderung bei der Berechnung des MHHI stellen zudem die im Vergleich zum HHI erhöhten Datenanforderungen dar.<sup>228</sup> Neben den Marktanteilen der Portfoliounternehmen sind die jeweiligen Beteiligungshöhen aller Anteilseigner zu erheben und die Einflussgewichte zu bestimmen. Obwohl die Beteiligungshöhen wie auch die Marktanteile grundsätzlich objektiv messbare Größen darstellen, kann es sich in der Praxis als schwierig herausstellen, alle Anteilseigner und ihre Beteiligungen zu ermitteln. Eine gängige Methode ist es, nur größere Investoren, die Anteile oberhalb eines kritischen Wertes halten, zu berücksichtigen. Weitere Schwierigkeiten sind mit der Bestimmung der Einflussgewichte verbunden. Hierbei handelt es sich um nicht beobachtbare Größen, die auf Basis nicht verifizierbarer Annahmen bestimmt werden müssen. Im einfachsten Fall wird von proportionalem Einfluss („proportional control“) ausgegangen, d. h., der relative Einfluss entspricht der finanziellen Beteiligung oder den Stimmrechtsanteilen des jeweiligen Investors. Alternativ kann der Einfluss etwa auch proportional zu den Beteiligungen der größten Investoren angenommen werden<sup>229</sup> oder danach bestimmt sein, wie wichtig die Stimmen des jeweiligen Investors zur Erreichung der Stimmrechtsmehrheit sind<sup>230</sup>. Die Frage, ob und wie Anteilseigner Einfluss auf ihre Portfoliounternehmen ausüben und wie diese gegebenenfalls abweichende und gegenläufige Interessen von Investoren berücksichtigen, ist ungeklärt und umstritten. Daher kann nicht abschließend bewertet werden, welches Szenario die Realität am besten abbildet.<sup>231</sup>

**490.** Mithilfe des MHHI kann nicht nur die Marktkonzentration aus einer statischen Perspektive betrachtet werden, sondern es können auch Konzentrationsveränderungen infolge von Veränderungen der Eigentümerstruktur quantifiziert werden. So kann etwa gezeigt werden, wie sich die Konzentration verändert, wenn ein Investor die Höhe seiner Minderheitsbeteiligungen an einem oder mehreren Portfoliounternehmen steigert bzw. ein oder mehrere Unternehmen neu in sein Portfolio aufnimmt. Gleiches gilt für Zusammenschlüsse von Investoren. Da sich in den hier beschriebenen Fällen lediglich die Beteiligungsstruktur und die damit zusammenhängenden Einflussgewichte ändern, schlägt sich dies ausschließlich in einer Veränderung des MHHI-Delta nieder. Dagegen bleiben die Marktanteile der Portfoliounternehmen unberührt und folglich auch der HHI. Ebenso lassen sich anhand der Veränderung des MHHI auch die Auswirkungen von Zusammenschlüssen auf Ebene der Portfoliounternehmen

<sup>225</sup> Siehe hierzu Gliederungspunkt 4.4.2.

<sup>226</sup> Ein Anteilseigner hält eine indirekte Beteiligung an einem Unternehmen  $j$ , wenn er an einem Unternehmen  $k$  beteiligt ist, das wiederum eine Beteiligung an Unternehmen  $j$  hält.

<sup>227</sup> Brito, D. u. a., Unilateral Effects Screens for Partial Horizontal Acquisitions: The Generalized HHI and GUPPI, *International Journal of Industrial Organization* 59, Juli 2018, S. 127–189, und Azar, J./Raina, S./Schmalz, M., Ultimate Ownership and Bank Competition, SSRN Working Paper, 23. Juli 2016.

<sup>228</sup> Aus Gründen der besseren Lesbarkeit wird im Folgenden ausschließlich der MHHI genannt. Die aufgezeigten Schwierigkeiten treffen gleichermaßen auf den GHHI zu.

<sup>229</sup> Azar, J./Schmalz, M./Tecu, I., Anti-Competitive Effects of Common Ownership, *Journal of Finance* (im Erscheinen), berechnen unterschiedliche MHHI auf Basis der größten zehn, fünf und drei Investoren sowie ausschließlich des größten Investors. Das Papier ist verfügbar als SSRN Working Paper, 13. Mai 2018.

<sup>230</sup> Als Gewichte dienen in diesen Fällen sog. Machtindizes, wie beispielsweise der Shapley-Shubik-Index oder der Banzhaf-Index. Systematische Darstellungen der Indizes und Anwendungsbeispiele finden sich etwa bei Brito, D. u. a., Unilateral Screens for Partial Horizontal Acquisitions: The Generalized HHI and GUPPI, a. a. O., und Campos, J./Vega, G., Concentration Measurement under Cross-Ownership: The Case of the Spanish Electricity Sector, *Journal of Industry, Competition and Trade* 3(4), 2003, S. 313–335.

<sup>231</sup> Zu den Möglichkeiten der Einflussnahme von Investoren auf Portfoliounternehmen siehe auch Gliederungspunkt 4.3.

darstellen. Die Steigerung des HHI spiegelt dabei die Konzentrationszunahme durch die reduzierte Anzahl an Marktteilnehmern wider. Die Veränderung des MHHI-Delta wiederum zeigt, wie sich zusammenschlussbedingte Änderungen der indirekten Horizontalverflechtungen auf die Marktkonzentration durchschlagen. Findet eine Beurteilung in letztgenanntem Fall lediglich auf Basis des HHI statt, wird somit nicht nur das Ausgangsniveau der Marktkonzentration unterschätzt, sondern gegebenenfalls auch die Konzentrationszunahme infolge der Übernahme.

**491.** Auswirkungen von Veränderungen der Markt- oder Beteiligungsstruktur auf das Preissetzungsverhalten können mittels des Pricing-Pressure-Indexes (PPI)<sup>232</sup> bzw. des generalisierten Gross-Upward-Pricing-Pressure-Indexes (GGUPPI)<sup>233</sup> dargestellt werden. Im Gegensatz zum MHHI gehen diese Ansätze davon aus, dass die Unternehmen im Preiswettbewerb (Bertrand-Wettbewerb) stehen und differenzierte Produkte herstellen. Die Indikatoren approximieren den Preiseffekt aufgrund von Veränderungen der Beteiligungen der Investoren oder durch Unternehmenszusammenschlüsse unter Berücksichtigung der horizontalen Verflechtungen.<sup>234</sup> Für jedes von der Veränderung der Marktstruktur unmittelbar betroffene Unternehmen ergibt sich ein eigener PPI- bzw. GGUPPI-Wert, der den entstehenden Preissetzungsspielraum für das jeweilige Unternehmen abschätzt unter der vereinfachenden Annahme, dass alle anderen Unternehmen ihre Preise konstant halten. Neben den Schwierigkeiten bei der Bestimmung der Einflussgewichte, die ebenso auf den PPI bzw. GGUPPI zutreffen,<sup>235</sup> sind die Datenanforderungen deutlich höher als bei der Berechnung des MHHI. Anstelle der Marktanteile werden nicht nur Preisdaten benötigt, sondern zusätzlich auch Informationen zu den Substitutionsbeziehungen zwischen den Unternehmen und den jeweiligen Grenzkosten der Produktion. Insbesondere bei den beiden Letztgenannten handelt es sich um Größen, die in vielen Fällen nicht beobachtbar sind und oftmals mithilfe aufwendiger Methoden geschätzt werden müssen.

#### 4.6 Empirische Hinweise auf wettbewerbsschädliche Effekte

**492.** Obwohl die potenziell antikompetitiven Wirkungen von Horizontalverflechtungen in der ökonomischen Theorie seit Langem bekannt sind<sup>236</sup> und die Investitionsvolumina dieser Investoren kontinuierlich zunehmen, existierte lange Zeit keine empirische Literatur zu diesem Phänomen. Zwei aktuelle empirische Arbeiten,<sup>237</sup> die Hinweise auf wettbewerbsmindernde Effekte finden, haben nicht nur eine kontrovers geführte Debatte über die wettbewerblichen Gefahren durch institutionelle Investoren und mögliche Regulierungsmaßnahmen ausgelöst,<sup>238</sup> sondern auch weitere empirische Forschung in diesem Feld angestoßen. Die Erkenntnisse der noch jungen empirischen Literatur zum Zusammenhang zwischen Wettbewerbsintensität und Verflechtungen durch institutionelle Investoren sollen nachstehend zusammengefasst werden. Grundsätzlich zu unterscheiden sind hier Studien, die (i) den Zusammenhang zwischen diversifizierten Anlagestrategien institutioneller Investoren und dem Marktergebnis – oftmals dem Preis – innerhalb einer Branche untersuchen, von solchen, die (ii) den Zusammenhang zwischen dem Verflechtungsgrad aufgrund von Investorenbeteiligungen und einer Reihe von Marktindikatoren über eine Vielzahl von Branchen analysieren.

<sup>232</sup> Der PPI geht zurück auf Salop, S./O'Brien, D., a. a. O.

<sup>233</sup> Der GGUPPI wurde entwickelt von Brito, D. u. a., a. a. O. Es handelt sich hierbei um eine verallgemeinerte Form des ursprünglichen GUPPI, der zurückgeht auf Salop, S./Moresi, S., Updating the Merger Guidelines: Comments, Georgetown Law Journal, 9. November 2009.

<sup>234</sup> PPI und GGUPPI verfolgen den gleichen Ansatz. Sie unterscheiden sich allerdings dahingehend, dass der GGUPPI den durch die Veränderung der Markt- oder Beteiligungsstruktur bedingten Preiseffekt in Relation zum Preis setzt, während der PPI diesen relativ zu den Grenzkosten der Produktion darstellt.

<sup>235</sup> Siehe hierzu bereits Tz. 489.

<sup>236</sup> Zu den Schadenstheorien vgl. bereits Abschnitt 4.4.

<sup>237</sup> Azar, J./Schmalz, M./Tecu, I., Anti-Competitive Effects of Common Ownership, a. a. O., und Azar, J./Raina, S./Schmalz, M., a. a. O.

<sup>238</sup> Zu den in die Diskussion eingebrachten Regulierungsvorschlägen siehe Abschnitt 4.7.

### 4.6.1 Marktspezifische Studien

**493.** Eine viel beachtete Arbeit von Azar, Schmalz und Tecu untersucht antikompetitive Effekte von Beteiligungen durch institutionelle Investoren im US-amerikanischen Flugverkehr.<sup>239</sup> Dazu nutzen die Autoren streckenspezifische Daten zu Ticketpreisen und Marktanteilen der Fluggesellschaften. Als Indikator für horizontale Verflechtungen dient der MHHI der jeweiligen Strecke. Die Ergebnisse der Panelregressionsanalyse zeigen, dass das Preisniveau – ceteris paribus – mit steigendem Grad der horizontalen Verflechtung statistisch signifikant zunimmt. Die Autoren testen die Robustheit der Resultate anhand einer Reihe unterschiedlicher Modellspezifikationen, verschiedener Varianten des MHHI und alternativer Maßen für indirekte Horizontalverflechtungen. Zusätzlich nutzen die Autoren die Übernahme des institutionellen Investors Barclays Global Investors durch den Konkurrenten BlackRock im Jahr 2009 für eine sog. Differenzen-in-Differenzen-Analyse. Dabei wird die Marktentwicklung auf Märkten, in denen die horizontale Verflechtung durch die Investorenübernahme steigt, verglichen mit Kontrollmärkten, die vom Zusammenschluss nicht betroffen waren. Die Resultate dieser Analyse bestätigen die Erkenntnisse aus der Panel-Regression. Infolge der Barclays-Übernahme ist auf den betroffenen Strecken, auf denen der MHHI übernahmebedingt sprunghaft angestiegen ist, im Vergleich zu nicht betroffenen Strecken ein statistisch signifikanter Preisanstieg erfolgt. Je nach Modell bzw. Modellspezifikation sind die tatsächlichen Preise zwischen 3 und 12 Prozent höher als in einem hypothetischen Markt, in dem keine horizontalen Verflechtungen durch institutionelle Investoren bestehen. Die Autoren finden außerdem einen negativen Zusammenhang zwischen der Anzahl der verkauften Tickets und dem MHHI-Delta. Dies wird als Indiz dafür gesehen, dass die Preiseffekte nicht durch eine erhöhte Nachfrage getrieben sind, sondern auf die Verflechtung der Fluggesellschaften über gemeinsame Investoren zurückzuführen sind.

**494.** Eine methodisch vergleichbare Studie von Azar, Raina und Schmalz analysiert den Effekt von Horizontalverflechtungen auf Zinsen und Kontoführungsgebühren in den USA.<sup>240</sup> Im Gegensatz zum Luftverkehrsmarkt bestehen nicht nur indirekte, sondern auch direkte Horizontalverflechtungen, da viele Banken Anteile an direkten Konkurrenten halten. Als Indikator für den Verflechtungsgrad wird daher der GHHI, der beide Arten der Verflechtung abbildet, verwendet.<sup>241</sup> Die Ergebnisse geben Hinweise darauf, dass die Kontoführungsgebühren statistisch signifikant mit dem Verflechtungsgrad zunehmen. Sparzinsen hingegen nehmen gleichzeitig ab. Wie auch in der Untersuchung zum Luftverkehrsmarkt deuten unterschiedliche Spezifikationen und Schätzmodelle auf die Robustheit der Ergebnisse hin.

**495.** Die beiden genannten Studien sind in einer Reihe von Arbeiten kritisiert worden.<sup>242</sup> Die geäußerten Kritikpunkte lassen sich grob in drei Kategorien einteilen. Erstens wird argumentiert, dass in der Oligopoltheorie kein eindeutiger Zusammenhang zwischen Konzentrationsmaßen und Marktindikatoren wie Preis und Menge besteht, wenn die restriktiven, dem MHHI zugrunde liegenden Annahmen nicht zutreffen.<sup>243</sup> Somit ließen die Schätzmodelle auch keine Aussagen darüber zu, ob ein höherer Grad der Verflechtung zu antikompetitiven Effekten führt. Zweitens sind die Papiere aufgrund der ökonometrischen Vorgehensweise angegriffen worden. Die empirischen Ergebnisse seien verzerrt, da die Autoren die Endogenität<sup>244</sup> des MHHI bzw. des GHHI nicht vollständig identifiziert

<sup>239</sup> Azar, J./Schmalz, M./Tecu, I., *Anti-Competitive Effects of Common Ownership*, a. a. O.

<sup>240</sup> Azar, J./Raina, S./Schmalz, M., a. a. O.

<sup>241</sup> Zum GHHI siehe oben Tz. 488.

<sup>242</sup> Einige der kritischen Arbeiten sind zum Teil durch das Investment Company Institute (ICI) – die weltweit größte Interessenvertretung von Investoren – finanziert worden, vgl. O'Brien, D./Waehrer, K., *The Competitive Effects of Common Ownership: We know less than we think*, *Antitrust Law Journal* 81(3), 2017, S. 729, und Kennedy, P. u. a., *The Competitive Effects of Common Ownership: Economic Foundations and Empirical Evidence*, SSRN Working Paper, 24. Juli 2017, S. 1.

<sup>243</sup> Siehe hierzu bereits Tz. 487 und O'Brien, D., *Price-Concentration Analysis: Ending the Myth, and Moving Forward*, a. a. O.; O'Brien, *The Competitive Effects of Common Ownership: Ten Points on the Current State of Play*, Hintergrundpapier zum 128. Meeting des Wettbewerbskomitees der OECD, 5. und 6. Dezember 2017, S. 6 f., und Patel, M., a. a. O., S. 24 ff.

<sup>244</sup> Endogenität bedeutet in der Ökonometrie, dass die erklärende Variable (hier MHHI bzw. HHI und MHHI-Delta) mit dem Fehlerterm korreliert ist und somit der kausale Effekt der erklärenden Variable auf die erklärte Variable (hier Ticketpreise bzw. die Bankgebühren) verzerrt gemessen wird.

hätten und die gewählten ökonometrischen Methoden zu deren Behebung unzulänglich seien.<sup>245</sup> Neben diesen grundsätzlichen Kritikpunkten ist drittens der Umgang mit fehlenden Daten und Unternehmensinsolvenzen im Beobachtungszeitraum hinterfragt worden, die die Ergebnisse potenziell verfälschen können.<sup>246</sup> In der überarbeiteten Fassung der Luftverkehrsstudie haben die kritisierten Autoren zusätzliche Spezifikationen aufgenommen, die auf die Robustheit der Ergebnisse hindeuten.<sup>247</sup>

**496.** Drei der kritischen Papiere führen eigene empirische Untersuchungen durch. Kennedy u. a. nutzen dazu einen vergleichbaren Datensatz zum Luftverkehrsmarkt, kommen jedoch zu grundlegend abweichenden Ergebnissen.<sup>248</sup> Zwar replizieren die Autoren in einem ersten Schritt die Resultate der angegriffenen Studie, verwerfen diese jedoch aus den darlegten Gründen (vgl. Tz. 495). Eine alternative Spezifikation des Panelregressionsmodells, das anstelle des MHHI Anreizterme<sup>249</sup> als Indikator für Horizontalverflechtungen verwendet, zeigt hingegen sogar einen statistisch signifikanten negativen Zusammenhang zwischen dem Preisniveau und dem Verflechtungsgrad. Zusätzlich verwenden die Autoren ein sog. strukturelles Modell, das Angebot und Nachfrage für Flugtickets explizit modelliert. Die Ergebnisse weisen keinen statistisch signifikanten Effekt indirekter Horizontalverflechtungen auf Ticketpreise nach. Allerdings sind auch methodische Bedenken gegen die beiden alternativen ökonometrischen Analysen erhoben und Zweifel an der Interpretation der Ergebnisse geäußert worden.<sup>250</sup> Auch die Studie von Dennis, Gerardi und Schenone verwendet in einem ersten Schritt einen vergleichbaren Datensatz und gelangt zu sehr ähnlichen Ergebnissen wie das ursprüngliche Papier von Azar, Schmalz und Tecu.<sup>251</sup> In der weiterführenden Analyse generieren die Autoren einen um potenzielle Fehlerquellen bereinigten Datensatz und schlagen alternative Instrumente als Lösung für das Endogenitätsproblem vor. Die Ergebnisse zeigen keinen statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen dem Verflechtungsgrad und den durchschnittlichen Ticketpreisen. Sowohl die Vorgehensweise als auch die Ergebnisse bzw. ihre Interpretation sind angegriffen worden.<sup>252</sup> Gramlich und Grundl nutzen einen eigenständigen Datensatz aus dem Bankensektor in den USA.<sup>253</sup> Anstelle des MHHI nutzen die Autoren Anreizterme.<sup>254</sup> Die vorläufigen Ergebnisse<sup>255</sup> zeigen je nach Spezifikation pro- oder antikompetitive Effekte von

<sup>245</sup> O'Brien, D., Price-Concentration Analysis: Ending the Myth, and Moving Forward, a. a. O.; O'Brien, The Competitive Effects of Common Ownership: Ten Points on the Current State of Play, a. a. O., S. 6 f.; O'Brien, D./Waehrer, K., a. a. O., und Gramlich, J./Grundl, J., a. a. O., S. 6.

<sup>246</sup> Dennis, P./Gerardi, K./Schenone, C., Common Ownership Does Not Have Anti-competitive Effects in the Airline Industry, SSRN Working Paper, 5. Februar 2018.

<sup>247</sup> Azar, J./Schmalz, M./Tecu, I., Reply to: „Common Ownership Does Not Have Anti-Competitive Effects in the Airline Industry“, SSRN Working Paper, 24. April 2018, und Elhauge, E., New Evidence, Proofs, and Legal Theories on Horizontal Shareholding, SSRN Working Paper, 4. Januar 2018.

<sup>248</sup> Kennedy, P. u. a., a. a. O.

<sup>249</sup> Zu Anreiztermen, die Teil des MHHI sind, siehe bereits Tz. 483 sowie im Anhang Tz. 1229 ff. Vorteilhaft bei der Verwendung von Anreiztermen ist, dass das mit dem MHHI verbundene Endogenitätsproblem nicht besteht oder weniger stark ausgeprägt ist, vgl. Kennedy, P. u. a., a. a. O., S. 14 f. Allerdings werden so lediglich die aus der Verflechtung durch gemeinsame Investoren entstehenden antikompetitiven Anreize erfasst, nicht jedoch, ob es sich bei den Unternehmen um große Marktteilnehmer mit entsprechendem starken Einfluss auf das Marktergebnis handelt oder um kleine Anbieter; vgl. Elhauge, E., The Growing Problem of Horizontal Shareholding, *Antitrust Chronicle* 3(1), 2017, S. 8 f.

<sup>250</sup> Azar, J./Schmalz, M./Tecu, I., The Competitive Effects of Common Ownership: Economic Foundations and Empirical Evidence: Reply, SSRN Working Paper, 28. September 2017, und Elhauge, E., New Evidence, Proofs, and Legal Theories on Horizontal Shareholding, a. a. O., S. 19 ff.

<sup>251</sup> Dennis, P./Gerardi, K./Schenone, C., Common ownership does not have anti-competitive effects in the airline industry, a. a. O.

<sup>252</sup> Elhauge, E., New Evidence, Proofs, and Legal Theories on Horizontal Shareholding, a. a. O., S. 21 f.

<sup>253</sup> Gramlich, J./Grundl, S., a. a. O.

<sup>254</sup> Vgl. hierzu bereits Fn. 249.

<sup>255</sup> Die Autoren bezeichnen ihre Ergebnisse als vorläufig, da Irregularitäten in den Daten bestehen, vgl. Gramlich, J./Grundl, S., a. a. O., S. 1.

indirekten Horizontalverflechtungen und lassen keine eindeutigen Rückschlüsse auf wettbewerbliche Wirkungen indirekter Horizontalverflechtungen zu. Die Validität auch dieser Studienergebnisse ist infrage gestellt worden.<sup>256</sup>

**497.** Newham, Seldeslachts und Banal-Estanol untersuchen die Effekte von indirekten Horizontalverflechtungen auf Markteintritte in der Pharmaindustrie.<sup>257</sup> Dazu analysieren die Autoren Entscheidungen von Generikaherstellern, nach Auslaufen von Patenten von Wettbewerbern selbst ein Nachahmerpräparat auf dem amerikanischen Markt anzubieten. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass ein Markteintritt eines Generikaherstellers weniger wahrscheinlich ist, wenn dieser mit dem Hersteller des Originalpräparats über gemeinsame Anteilseigner verbunden ist. Die Autoren sehen die Gefahr, dass dadurch die Intensität des Preiswettbewerbs eingeschränkt wird, woraus höhere Arzneimittelpreise und folglich höhere Kosten im Gesundheitswesen resultieren können. Xie und Gerakos finden außerdem Hinweise darauf, dass die Wahrscheinlichkeit sogenannter „Pay for Delay“-Vereinbarungen mit steigendem Verflechtungsgrad zunimmt.<sup>258</sup> Hierbei verzichtet der Generikahersteller auf einen Markteintritt oder verzögert diesen, wird dafür jedoch von dem Hersteller des Originalpräparats kompensiert, der so weniger Wettbewerb fürchten muss. Die Autoren werten Aktienkursgewinne bei Herstellern von Originalpräparaten um den Zeitpunkt der „Pay for Delay“-Vereinbarung als Indiz dafür, dass ein solcher Abkauf von Wettbewerb antikompetitive Effekte hat.<sup>259</sup>

#### 4.6.2 Marktübergreifende Studien

**498.** Azar untersucht mittels einer Panelregressionsanalyse den Zusammenhang zwischen der Verbreitung institutioneller Investoren und der Unternehmensprofitabilität in den USA.<sup>260</sup> Als Datenbasis dienen Informationen zu rund 7.300 Unternehmen in 210 Industriezweigen über einen Zeitraum von 42 Quartalen. Die Ergebnisse liefern Indizien für antikompetitive Wirkungen und zeigen, dass eine höhere Verflechtung durch diversifizierte Investoren innerhalb einer Industrie zu statistisch signifikant höheren Margen führt.

**499.** Eine weitere branchenübergreifende Untersuchung von He und Huang analysiert, wie sich der Verflechtungsgrad durch Beteiligungen diversifizierter Investoren auf eine Reihe von Unternehmensindikatoren auswirkt.<sup>261</sup> Als Datengrundlage dienen Quartalsdaten von börsengehandelten Unternehmen in den USA aus den Jahren 1980 bis 2014. Es zeigt sich, dass die Unternehmen mit horizontalen Verflechtungen im Beobachtungszeitraum ein stärkeres Marktanteilswachstum bei gleichzeitig höherer Profitabilität aufweisen. Im Gegensatz zur erstgenannten Studie deuten die Resultate eher darauf hin, dass indirekte Horizontalverflechtungen mit Effizienzvorteilen einhergehen und nicht (vorrangig) auf antikompetitive Verhaltensweisen zurückzuführen sind. Die Autoren zeigen außerdem, dass die Kooperationshäufigkeit in Form von Gemeinschaftsunternehmen und strategischen Partnerschaften sowie die Wahrscheinlichkeit von Unternehmensübernahmen und die Innovationstätigkeit mit zunehmendem Verflechtungsgrad steigen. Ein positiver Zusammenhang zwischen der Innovationstätigkeit und Minderheitsbeteiligungen durch diversifizierte Investoren wird zudem in weiteren empirischen Arbeiten bestätigt.<sup>262</sup> Allerdings existieren

<sup>256</sup> Elhauge, E., *New Evidence, Proofs, and Legal Theories on Horizontal Shareholding*, a. a. O., S. 22.

<sup>257</sup> Newham, M./ Seldeslachts, J./Banal-Estanol, A., *Common Ownership and Market Entry: Evidence from the Pharmaceutical Industry*, DIW Discussion Paper No. 1738, Mai 2018.

<sup>258</sup> Xie, J./Gerakos, J., *Institutional cross-holdings and generic entry in the pharmaceutical industry*, Working Paper, 10. Mai 2018.

<sup>259</sup> Siehe zur "Pay for Delay"-Problematik auch Monopolkommission, XXI. Hauptgutachten, a. a. O., Tz. 1031 ff. und dieses Hauptgutachten, Tz. 797 ff.

<sup>260</sup> Azar, J., *A new look at oligopoly: Implicit collusion through portfolio diversification*, Dissertation, Princeton, Mai 2012, Kapitel 6.

<sup>261</sup> He, J./Huang, J., a. a. O.

<sup>262</sup> Anton, M. u. a., *Innovation: The Bright Side of Common Ownership?*, SSRN Working Paper, 10. März 2017; Geng, H./Hau, H./Lai, S., *Patent Success, Patent Holdup, and the Structure of Property Rights*, Working Paper, 21. Januar 2018; Kostovetsky, L./Manconi, A., *Common Institutional Ownership and Diffusion of Innovation*, SSRN Working Paper, 15. Mai 2018.

tieren auch Hinweise darauf, dass die Investitionen der Unternehmen mit steigendem Verflechtungsgrad abnehmen.<sup>263</sup>

### 4.6.3 Zusammenfassende Bewertung der empirischen Studien

**500.** Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Anzahl der bislang vorliegenden empirischen Studien zu Wettbewerbseffekten indirekter Horizontalverflechtungen gering ist. Ihre Ergebnisse sind zum Teil widersprüchlich. Insbesondere bei den marktspezifischen Studien ist zudem die methodische Vorgehensweise umstritten. Dies gilt sowohl für die Studien, die wettbewerbsschädliche Effekte aufzeigen, als auch für solche, die einen solchen Zusammenhang bestreiten. Die Studien beschränken sich zudem auf drei ausgewählte Märkte in den USA und sind aufgrund der dort vorherrschenden Marktgegebenheiten nur bedingt auf andere Märkte übertragbar. Die Tatsache, dass bislang keine eindeutigen empirischen Belege für antikompetitive Effekte indirekter Horizontalverflechtungen erbracht worden sind, lässt jedoch auch nicht den Rückschluss zu, dass dieser Zusammenhang nicht besteht. Es ist bislang auch nicht erwiesen, dass die in der ökonomischen Theorie aufgezeigten antikompetitiven Effekte in der Realität nicht existieren. Die Studien zur Innovationstätigkeit können als Indiz dafür gewertet werden, dass Beteiligungen diversifizierter Investoren effizienzsteigernde Effekte haben können. Gleichzeitig liefern sie zusätzliche Hinweise darauf, dass diversifizierte Investoren prinzipiell einen Einfluss auf Unternehmensentscheidungen ausüben können, der in der Folge auch zur Beschränkung der Intensität des Wettbewerbs zwischen den Portfoliounternehmen führen könnte.

### 4.7 Maßnahmen gegen potenzielle Wettbewerbsrisiken

**501.** Die empirischen Studien zum Flugverkehrs- und Bankenmarkt haben eine kontrovers geführte Debatte darüber entfacht, ob (i) Handlungsbedarf besteht und wie (ii) mögliche Maßnahmen zur Eindämmung indirekter Horizontalverflechtungen bzw. ihrer potenziell antikompetitiven Effekte ausgestaltet sein könnten. Die Diskussion ist fast ausschließlich von Wissenschaftlern und Praktikern in den USA geführt worden. Ihre Vorschläge sind daher stark im US-amerikanischen (Wettbewerbs-)Recht verankert. Aufgrund systematischer Unterschiede zwischen dem amerikanischen Recht auf der einen Seite und dem deutschen und europäischen auf der anderen, kann an dieser Stelle auf eine konkrete Darstellung der einzelnen Vorschläge verzichtet werden. Allerdings sollen die zugrunde liegenden Regelungskonzepte im Folgenden gewürdigt werden.

**502.** Eine weitere in diesem Kontext zu erörternde Frage ist die nach der Berücksichtigung von Minderheitsbeteiligungen diversifizierter Investoren in der Fusionskontrolle, wenn die Zusammenschlussbeteiligten und bzw. oder weitere Marktteilnehmer über gemeinsame Investoren miteinander verbunden sind. Diese Frage hat bislang kaum Eingang in die Debatte gefunden, ist jedoch von der Europäischen Kommission im Fall Dow/DuPont thematisiert worden (Abschnitt 4.7.2).

#### 4.7.1 Vorschläge zur Begrenzung indirekter Horizontalverflechtungen

**503.** Die im Folgenden dargestellten Konzepte zur Eindämmung indirekter Horizontalverflechtungen bzw. potenziell hieraus resultierender antikompetitiver Effekte lassen sich grob in drei Bereiche einteilen: (i) die Prüfung von Minderheitsbeteiligungen diversifizierter Investoren im Rahmen der Fusionskontrolle, (ii) regulatorische Ansätze zur Begrenzung indirekter Horizontalverflechtungen sowie (iii) Verschärfungen der Corporate-Governance-Regeln für institutionelle Investoren.

**504.** Eine ausschließlich auf die Wettbewerbswirkung ausgerichtete Bewertung der Vorschläge würde allerdings zu kurz greifen, da die Maßnahmen zum Teil weitreichende Konsequenzen für die Portfoliodiversifikation institutioneller Anleger haben, Eigentumsrechte gegebenenfalls massiv einschränken und bzw. oder deren Rolle in der Corporate Governance verändern. Dies gilt insbesondere, weil ein Zielkonflikt zwischen der – aus wettbewerblichen

<sup>263</sup> Gutiérrez, G./Philippon, T., Investmentless Growth: An Empirical Investigation, Brookings Papers on Economic Activity, Herbst 2017, S. 89–169, und Gutiérrez, G./Philippon, T., Governance, short-termism, and investment, Working Paper, März 2017.

Gesichtspunkten möglicherweise wünschenswerten – Begrenzung des Verflechtungsgrades und der – aus einer Finanzmarktperspektive wünschenswerten – Portfoliodiversifikation durch institutionelle Anleger und einer aktiven Rolle im Rahmen der Corporate Governance bestehen kann.<sup>264</sup> In diesem Zusammenhang darf beispielsweise auch die wichtige Rolle institutioneller Investoren für eine marktbasierende Unternehmensfinanzierung nicht außer Acht gelassen werden.

**505.** Für eine systematische Bewertung der Konzepte ist es hilfreich, die mit ihnen verbundenen Kosten zu analysieren. Zu differenzieren sind administrative Kosten und sog. Fehlerkosten. Administrative Kosten fallen unmittelbar aufgrund der (wettbewerbs)behördlichen Durchsetzung der Regelung an. Ferner sind hierunter auch Kosten zu fassen, die den betroffenen Marktteilnehmern – hier den Investoren und ihren Portfoliounternehmen – aufgrund der Regelung entstehen. Diese können durch die vorherige Prüfung, ob ein Verhalten regelkonform ist, entstehen, aus Rechtsunsicherheit erwachsen oder bei der Befolgung der Regeln anfallen.

**506.** Fehlerkosten entstehen, wenn aufgrund der Regelanwendung unerwünschte Effekte eintreten. Fehler lassen sich in zwei Kategorien unterteilen. Unterbindet eine Regelung wohlfahrtsförderndes Verhalten, spricht man von einem Fehler erster Ordnung oder Typ-I-Fehler. Verhindert eine Regelung ein Verhalten nicht, obwohl mit ihm wohlfahrtsschädigende Effekte verbunden sind, entsteht ein Fehler zweiter Ordnung oder Typ-II-Fehler. Eine optimale Maßnahme vermeidet idealerweise beide Fehlertypen. Da allerdings ein grundsätzlicher Zielkonflikt zwischen wettbewerblichen Zielen und einer Finanzmarktperspektive herrscht, kann es notwendig werden, zwischen den Zielen abzuwägen. Eine restriktive Regel, die indirekte Horizontalverflechtungen stark beschränkt, senkt das Risiko wettbewerbsmindernder Effekte. Gleichzeitig steigt aber die Gefahr, dass die aus einer Finanzmarktperspektive begrüßenswerte Diversifikation reduziert wird. Im umgekehrten Fall einer sehr zurückhaltenden Regelung sind eine starke Diversifikation und eine aktive Rolle in der Corporate Governance weiterhin möglich, aber potenziell wettbewerbsschädliches Verhalten wird gegebenenfalls nicht effektiv verhindert.

**507.** In der gegenwärtigen Situation, in der indirekte Horizontalverflechtungen durch Minderheitsbeteiligungen diversifizierter Investoren keiner Beschränkung unterliegen, besteht ein potenziell höheres Risiko für Fehler zweiter Ordnung, da es keine Handhabe gibt, potenziell wettbewerbsschädliche Effekte aufgrund indirekter Horizontalverflechtungen zu verhindern. Gleichzeitig sind Fehler erster Ordnung ausgeschlossen, da weder die Diversifikation der Portfolios noch das Engagement in der Corporate Governance über die bestehenden sonstigen gesetzlichen Bestimmungen eingeschränkt werden. Administrative Kosten fallen ebenso keine an.

#### **4.7.1.1 Fusionskontrollrechtliche Prüfung von Minderheitsbeteiligungen diversifizierter Investoren**

**508.** Ein denkbare Mittel, um potenziellen Wettbewerbsrisiken entgegenzuwirken, ist eine Erstreckung der Fusionskontrolle auf nicht kontrollierende Minderheitsbeteiligungen durch diversifizierte Investoren. Da eine Prüfung aller Minderheitsbeteiligungen eine große Anzahl an Fällen mit unverhältnismäßig hohen administrativen Kosten für alle Beteiligten zur Folge hätte, sind in der Literatur Aufgreifschwelle für eine behördliche Kontrolle bzw. Safe-Harbour-Regeln vorgeschlagen worden. Eine Safe-Harbour-Regel definiert einen Grenzwert, unterhalb dessen Beteiligungen diversifizierter Anteilseigner als wettbewerblich unbedenklich eingestuft werden. Nur wenn die Aufgreifschwelle bzw. der Safe Harbour infolge einer Veränderung der Beteiligungsstruktur erreicht oder überschritten wird, würde eine (dem Beteiligungserwerb vor- oder nachgelagerte) einzelfallspezifische Untersuchung der erwartbaren (wettbewerblichen) Auswirkungen erfolgen. Ergäbe die anschließende Prüfung, dass eine Verringerung der Wettbewerbsintensität wahrscheinlich wäre, wäre die Beteiligung zu untersagen oder könnte nur unter Auflagen freigegeben werden.

**509.** Unabhängig von der Art der Aufgreifschwelle bzw. des Safe Harbours gilt grundsätzlich, dass ein niedrig angelegter Schwellenwert mit hohen administrativen Kosten einhergeht, da (zumindest bei einer vorgelagerten Untersuchung) viele Fälle aufgegriffen und einer formellen Prüfung zu unterziehen wären. Dabei müsste es nicht

<sup>264</sup> Azar, J./Schmalz, M./Tecu, I., Why Common Ownership Creates Antitrust Risks, CPI Antitrust Chronicle, Juni 2017, S. 7 f.

zwangsläufig zu einem Fehler erster Ordnung durch eine übermäßige Einschränkung wettbewerblich unkritischer Minderheitsbeteiligungen kommen, da die Entscheidung über die Zulässigkeit des Anteilerwerbs erst im Rahmen der anschließenden Prüfung erfolgt. Eine zu hohe Aufgreifschwelle würde hingegen die Anzahl der zu prüfenden Fälle und damit die administrativen Kosten senken, gleichzeitig aber das Risiko von Fehlern zweiter Ordnung durch das Zustandekommen potenziell wettbewerbsschädlicher Beteiligungen ohne Prüfungsmöglichkeiten erhöhen.

**510.** Um nähere Aussagen über Fehler- und Durchsetzungskosten treffen zu können, muss die spezifische Ausgestaltung der jeweiligen Regelung beachtet werden. Vorgeschlagen wurden etwa Schwellenwerte auf der Grundlage des MHHI bzw. des MHHI-Deltas.<sup>265</sup> Vorteil einer solchen Herangehensweise ist, dass die Entscheidung, ob eine Prüfung im Rahmen der Fusionskontrolle eingeleitet wird, auf Basis eines theoretisch fundierten Maßes erfolgt. Zwar kann aus dem MHHI kein unmittelbarer Wettbewerbseffekt abgeleitet werden, dennoch dürfte das Maß als Indikator eine gewisse Aussagekraft haben und hilfreich dabei sein, unkritische von potenziell problematischen Fällen zu unterscheiden. Allerdings ergibt sich eine Reihe von Schwierigkeiten bei der Bestimmung des MHHI.<sup>266</sup> Zunächst ist es notwendig, eine Marktabgrenzung vorzunehmen. Da es sich in der Realität oft um Mehrproduktunternehmen handelt, sind in diesen Fällen alle relevanten Märkte abzugrenzen, um marktspezifische MHHIs ermitteln zu können. Schließlich müssen ausreichende Informationen über die Beteiligungsstrukturen nicht nur von den unmittelbar betroffenen Unternehmen vorliegen, sondern von allen im Markt tätigen Anbietern. Damit geht ein erheblicher Aufwand für die zuständige Behörde einher. Ferner würde die Rechtsunsicherheit aufseiten der Investoren erhöht, da sie aufgrund fehlender Informationen, unterschiedlicher Berechnungsmöglichkeiten des MHHI und abweichender Marktabgrenzungen nur schwerlich in der Lage sein dürften, abzuschätzen, ob der Erwerb einer Minderheitsbeteiligung kontrollpflichtig wäre.<sup>267</sup>

**511.** Zudem stellt sich die Frage nach der Höhe des Schwellenwertes. Elhauge schlägt vor, dass eine behördliche Prüfung dann erfolgen soll, wenn eine Minderheitsbeteiligung dazu führt, dass der MHHI den Wert von 2.500 überschreitet und gleichzeitig das MHHI-Delta einen Wert von mehr als 200 erreicht.<sup>268</sup> Die Werte orientieren sich an den US-amerikanischen Merger Guidelines für den traditionellen HHI.<sup>269</sup> Allerdings weicht der Vorschlag systematisch von der in den Merger Guidelines festgeschriebenen Vorgehensweise ab. Dort kommt es darauf an, dass sich der HHI infolge des Anteilerwerbs um 200 Punkte erhöht. Das MHHI-Delta hingegen bemisst nicht den zusätzlichen Konzentrationseffekt, sondern den Konzentrationseffekt der Gesamtheit aller Minderheitsbeteiligungen innerhalb eines Marktes. Somit könnten bereits marginale Veränderungen eine Vielzahl von Prüfungen erforderlich machen, wenn der MHHI und das MHHI-Delta bereits über 2.500 bzw. 200 liegen, wodurch erhebliche administrative Kosten entstehen können. O'Brien und Waehrer halten eine Safe-Harbour-Regelung auf Basis des MHHI für denkbar.<sup>270</sup> Dies setze aber voraus, dass die Behörden belastbare Erkenntnisse hinsichtlich der zur Berechnung des MHHI benötigten Einflussgewichte haben. Konkrete Schwellenwerte schlagen die Autoren nicht vor.

**512.** Der Alternativvorschlag von Rock und Rubinfeld sieht einen Safe Harbour für Minderheitsbeteiligungen unterhalb von 15 Prozent vor, wenn der Anteilseigner nicht im Aufsichtsrat vertreten ist und sein Engagement in der Corporate Governance nicht über das übliche Maß hinausgeht.<sup>271</sup> Ob eine Minderheitsbeteiligung unterhalb der Schwelle bleibt oder aber eine Prüfung möglicher wettbewerbsschädlicher Effekte erfolgen muss, ist anhand

<sup>265</sup> Elhauge, E., Essay – Horizontal Shareholding, a. a. O., S. 1301 ff.

<sup>266</sup> Siehe hierzu bereits Tz. 489.

<sup>267</sup> Posner, E./Scott Morton, F./Weyl, G., A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors, *Antitrust Law Journal* (im Erscheinen). Verfügbar als SSRN Working Paper, 22. März 2017, S. 9.

<sup>268</sup> Elhauge, E., Essay – Horizontal Shareholding, a. a. O., S. 1303.

<sup>269</sup> Die U.S. Merger Guidelines klassifizieren einen Markt mit einem HHI oberhalb von 2.500 als hoch konzentriert und gehen davon aus, dass eine Fusion wahrscheinlich die Marktmacht erhöht, wenn der HHI in einem konzentrierten Markt durch die Übernahme um 200 oder mehr Punkte ansteigt; siehe U.S. Department of Justice and the Federal Trade Commission, *Horizontal Merger Guidelines*, 19. August 2010, S. 18.

<sup>270</sup> O'Brien, D./Waehrer, K., a. a. O., S. 34.

<sup>271</sup> Rock, E./Rubinfeld, D., *Antitrust for Institutional Investors*, a. a. O., S. 42 ff.

dieser Regelung einfach festzustellen. Von Vorteil ist dabei, dass es weder einer vorherigen Marktabgrenzung noch näherer Informationen zu Marktanteilen und Beteiligungsstrukturen des betroffenen Unternehmens und seiner Konkurrenten bedarf. Die Vorhersehbarkeit für Investoren und Portfoliounternehmen ist entsprechend größer, und es entstehen geringe administrative Kosten bei der behördlichen Ermittlung, ob eine Prüfung erforderlich ist.

**513.** Die 15-Prozent-Regelung vermeidet zwar einige mit dem vorhergehenden Ansatz verbundene Herausforderungen, ist ihrerseits jedoch mit grundlegenden Problemen behaftet. Zunächst erscheinen 15 Prozent recht hoch gegriffen zu sein, da institutionelle Investoren häufig wesentlich geringere Beteiligungen halten. Somit besteht die Gefahr, dass zu viele wettbewerblich bedenkliche Fälle nicht aufgegriffen werden (Fehler zweiter Ordnung). Aus den Ausführungen der Autoren wird deutlich, dass der Vorschlag weniger von der Sorge um antikompetitive Effekte von Horizontalverflechtungen getrieben ist als von der Sorge, dass bei einer zu niedrigen Aufgreifschwelle erhebliche Rechtsunsicherheiten für Investoren bestehen können.<sup>272</sup>

**514.** Entscheidender als die Höhe des Schwellenwerts sind die konzeptionellen Probleme dieses Ansatzes. Wie die vorhergehenden Ausführungen zeigen, ist nicht die Anteilshöhe der Minderheitsinvestoren als solche problematisch, sondern vielmehr die Verflechtung im Markt und die Interessenlage der institutionellen Investoren. So könnte es bereits bei geringen Beteiligungshöhen zu starken Wettbewerbseffekten kommen, wenn die Investoren breit im Markt diversifiziert und gleichmäßige Anteile an den Portfoliounternehmen halten. Dies gilt insbesondere, wenn die einzelnen Investoren zwar deutlich unterhalb des Schwellenwertes liegen, aber ähnliche Interessen geltend machen.<sup>273</sup> Die 15-Prozent-Regel würde solche Fälle trotz potenzieller Risiken nicht aufgreifen. Andererseits ist es möglich, dass eine nicht unerhebliche Erhöhung einer Minderheitsbeteiligung prokompetitive Effekte haben kann, wenn dadurch der Investor verstärkt auf die Gewinne des betroffenen Unternehmens achtet und die Gewinne der Konkurrenten weniger wichtig für die Gesamtrendite werden. In diesem Fall entstehen zumindest administrative Kosten durch die Einleitung einer Prüfung, obwohl wettbewerbsbehindernde Effekte von vornherein nicht zu erwarten sind.

**515.** Grundsätzlich gilt bei allen beschriebenen Ansätzen, dass sie lediglich bestimmen, ob eine Minderheitsbeteiligung fusionskontrollrechtlich zu prüfen ist. Wie im Fall einer Prüfung weiter zu verfahren ist und nach welchen Kriterien zu entscheiden ist, bleibt davon unberührt. Über die voranstehenden grundsätzlichen Aussagen hinaus lassen sich folglich keine Aussagen über in der Prüfung anfallende administrative Kosten oder Kosten aufgrund von möglichen Fehlentscheidungen treffen.

#### 4.7.1.2 Regulierungsmaßnahmen zur Begrenzung indirekter Horizontalverflechtungen

**516.** Alternativ zu den Aufgriffsschwellen bzw. Safe-Harbour-Regeln im Rahmen der Fusionskontrolle sind Regulierungsvorschläge unterbreitet worden, die eine feste Obergrenze für Minderheitsbeteiligungen durch diversifizierte Investoren ziehen. Damit geht einher, dass nicht nur die Erhöhung des Verflechtungsgrades eingeschränkt wird, sondern dass auch bereits heute bestehende Anlagestrukturen aufgebrochen und grundlegende Veränderungen der Geschäftsmodelle institutioneller Investoren notwendig werden können.

**517.** Nach dem Vorschlag von Posner, Scott Morton und Weyl dürfte – vereinfacht dargestellt – kein diversifizierter Investor mehr als ein Prozent des Marktanteils an einem oligopolistisch strukturierten Markt halten. Diese Regelung soll keine Anwendung finden, wenn der Investor eine ausschließlich passive Investmentstrategie verfolgt und keinen Einfluss auf seine Portfoliounternehmen ausübt.<sup>274</sup> Als passiv soll ein Investor gelten, wenn er nicht mit dem Management oder Aufsichtsrat kommuniziert, proportional zu den Stimmen der anderen Anteilseigner abstimmt („mirror voting“) und seine Investitionsstrategie öffentlich zugänglich und ermessensfreien Regeln folgt.

<sup>272</sup> Ebenda, S. 1, und Patel, M., a. a. O., S. 3.

<sup>273</sup> OECD, Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition, Hintergrundpapier zum 128. Meeting des Wettbewerbskomitees der OECD, 5. und 6. Dezember 2017, S. 34.

<sup>274</sup> Posner, E./Scott Morton, F./Weyl, G., a. a. O., S. 33 ff.

**518.** Auf den ersten Blick erscheint eine solche Regelung – unabhängig vom kritischen Prozentsatz – mit geringeren administrativen Kosten als eine fusionskontrollrechtliche Prüfung von Minderheitsbeteiligungen verbunden zu sein. Aufwendige Einzelfallprüfungen würden entfallen, und die Rechtssicherheit stiege aufgrund der Einfachheit der Regeln. Allerdings bedürfte es einer Festlegung, welche Märkte als Oligopol einzustufen sind. Um hieraus entstehenden Rechtsunsicherheiten vorzubeugen, soll nach Auffassung der Autoren von der zuständigen Behörde eine jährlich aktualisierte Liste aller oligopolistischen Branchen veröffentlicht werden.<sup>275</sup> Damit dürfte ein beträchtlicher Aufwand einhergehen.<sup>276</sup> Die Autoren selbst schlagen als Hauptkriterium für einen Oligopolmarkt einen HHI von mindestens 2.500 vor. Daneben könnten weitere marktspezifische Faktoren einbezogen werden.<sup>277</sup> Dessen ungeachtet bestünde jedoch weiterhin Rechtsunsicherheit dahingehend, dass eine Minderheitsbeteiligung, die zu einem früheren Zeitpunkt nicht von der Ein-Prozent-Regel erfasst wurde, zu einem späteren Zeitpunkt zu beanstanden sein könnte. Gründe hierfür könnten eine Veränderung der Marktstruktur – etwa durch Verschiebungen der Marktanteile oder Marktaustritte – oder aber die Neuklassifizierung einer Branche als Oligopolmarkt sein.

**519.** Im Hinblick auf die Höhe des kritischen Prozentwertes gilt der in Tz. 505 dargestellte Trade-off zwischen einer zu restriktiven und einer zu zurückhaltenden Regulierung. Posner, Scott Morton und Weyl selbst führen aus, dass eine Ein-Prozent-Regelung gegebenenfalls nicht restriktiv genug ist,<sup>278</sup> andere halten den Wert für deutlich zu niedrig.<sup>279</sup> Kritisiert wurde auch, dass eine solche Regulierung auf Basis einer einfachen Maßzahl den komplexen Zusammenhang zwischen dem Verflechtungsgrad und potenziellen Wettbewerbsrisiken nicht adäquat erfassen kann. Demnach könnten einerseits unkritische Minderheitsbeteiligungen verhindert werden, während andererseits Beteiligungen mit erheblichen Wettbewerbsrisiken potenziell unberührt blieben.<sup>280</sup>

**520.** Um die Auswirkungen einer solchen Regulierungsmaßnahme einschätzen zu können, muss zwischen drei Szenarien unterschieden werden.<sup>281</sup> Im ersten Szenario würden Investoren der Regelung Genüge tun, wenn sie die Diversifikation innerhalb eines Marktes aufgeben und entsprechend größere Anteile an einem einzelnen Portfoliounternehmen halten. Dies hätte zur Folge, dass diversifizierte Investoren ihre Portfolios systematisch umstrukturieren müssten. Es ist umstritten und nicht abschließend zu beurteilen, ob und wie stark sich die notwendigerweise daraus ergebende Reduktion der Diversifikation auswirken würde. Die Urheber des Vorschlags sehen aufgrund der Vielzahl der unterschiedlichen Branchen weiterhin ausreichende Diversifizierungsmöglichkeiten.<sup>282</sup> Andere hingegen bewerten die Einschränkung der Portfoliodiversifikation innerhalb eines Marktes als problematisch.<sup>283</sup> Ferner ist ungeklärt, ob der Kapitalmarkt die notwendigen Veränderungen der Beteiligungsstrukturen – wie von den Autoren angenommen – abfedern kann oder es aber zu erheblichen Verwerfungen an den Finanzmärkten kommen kann.

**521.** Im zweiten Szenario würden diversifizierte Investoren ihre Anteile entsprechend auf ein Prozent des gesamten Marktes reduzieren müssen. Damit wäre es weiterhin möglich, auch innerhalb einer Branche diversifiziert zu sein. Allerdings müssten die großen Investoren ihre Investitionsvolumina entweder stark reduzieren oder in einzelne, unabhängige Investmentgesellschaften ausgliedern, was ebenfalls unerwünschte Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben könnte.

---

<sup>275</sup> Ebenda, S. 34.

<sup>276</sup> Lambert, T./Sykuta, M., a. a. O., S. 44 ff.

<sup>277</sup> Posner, E./Scott Morton, F./Weyl, G., a. a. O., S. 25.

<sup>278</sup> Ebenda, S. 46.

<sup>279</sup> Rock, E./Rubinfeld, D., Antitrust for Institutional Investors, a. a. O., S. 36 f.

<sup>280</sup> Siehe hierzu Elhauge, E., The Growing Problem of Horizontal Shareholding, a. a. O., S. 14.

<sup>281</sup> Siehe hierzu auch Rock, E./Rubinfeld, D., Antitrust for Institutional Investors, a. a. O., S. 36 ff.

<sup>282</sup> Posner, E./Scott Morton, F./Weyl, G., a. a. O., S. 35 f.

<sup>283</sup> Lambert, T./Sykuta, M., a. a. O., S. 47 ff.

**522.** Drittens könnten diversifizierte Investoren ihr Anlagevolumen beibehalten und sich auf eine rein passive Anlagestrategie zurückziehen. Die Auswirkungen einer solchen Strategie werden im folgenden Gliederungspunkt 4.7.1.3 dargestellt.

**523.** Welches der aufgezeigten Szenarien im Fall der beschriebenen Regulierungsmaßnahme vermutlich eintreten würde, ist nur schwer abzuschätzen. Die Autoren selbst gehen davon aus, dass die dritte Option von geringerer praktischer Relevanz sein dürfte, da sie mit dem Geschäftsmodell vieler institutionellen Investoren – die sowohl passive als auch aktive Investmentstrategien verfolgen – nicht vereinbar wäre. Daher sei es realistischer, dass große Investoren ihre Beteiligungen zulasten einer geringeren Diversifikation innerhalb einzelner Märkte umgestalten.<sup>284</sup> Andere Autoren halten es für wahrscheinlicher, dass bei einer Begrenzung von Horizontalverflechtungen die Beteiligungsstruktur unangetastet bliebe, aber auf die Einflussnahme im Rahmen der Corporate Governance verzichtet würde.<sup>285</sup>

#### 4.7.1.3 Verschärfung der Corporate-Governance-Regeln

**524.** Weitere Vorschläge zielen darauf ab, die Möglichkeiten diversifizierter institutioneller Investoren, auf ihre Portfoliounternehmen Einfluss zu nehmen, durch schärfere Corporate-Governance-Regeln zu beschneiden.<sup>286</sup> Dies könnte einerseits dadurch erreicht werden, dass die Kommunikation und direkte Kontakte zwischen institutionellen Investoren und Portfoliounternehmen stärker reglementiert oder gänzlich untersagt werden. Andererseits könnte die Ausübung der Stimmrechte unterbunden bzw. eine Stimmrechtsabgabe proportional zum Abstimmungsverhalten („mirror voting“) vorgeschrieben werden. Neben einer verbindlichen Verschärfung der Regeln für die Corporate Governance für alle diversifizierten institutionellen Investoren könnte ein freiwilliger Verzicht auf eine Beteiligung an der Corporate Governance auch eine mögliche Abhilfe darstellen, um anderen Auflagen zu entgehen (vgl. Tz. 517 u. 522).<sup>287</sup>

**525.** Durch eine Beschränkung der Kommunikation und der Abstimmungsrechte könnte das Risiko gesenkt werden, dass institutionelle Investoren ihren Einfluss auf Portfoliounternehmen geltend machen, um potenziell anti-kompetitives Verhalten zu befördern. Selbst wenn eine solche Einflussnahme nicht erfolgt oder nicht möglich ist, können schärfere Corporate-Governance-Regeln zu einer Intensivierung des Wettbewerbs führen. Sie stärken mittelbar den Einfluss aktivistischer nicht diversifizierter Investoren, die ein größeres Interesse an der Performance des Einzelunternehmens haben und dementsprechend auf ein kompetitiveres Unternehmenshandeln hinwirken könnten.<sup>288</sup> Allerdings sprechen einige Argumente gegen diese beschriebenen Vorschläge. Zunächst bedarf es für antikompetitive Effekte nicht zwangsläufig der Möglichkeit einer aktiven Einflussnahme durch den Investor.<sup>289</sup> Somit können trotz strikter Regeln für die Corporate Governance Wettbewerbsrisiken bestehen. Ferner stehen solche Regeln den Bestrebungen entgegen, dass institutionelle Investoren ihre Aktionärsverantwortung für eine gute Corporate Governance intensiver wahrnehmen.<sup>290</sup>

**526.** Alternative Maßnahmen im Hinblick auf die Corporate Governance sehen vor, die Rolle von Stimmrechtsberatern zu begrenzen.<sup>291</sup> Stimmrechtsberater bündeln die Stimmrechte verschiedener Investoren bzw. sprechen entsprechende Abstimmungsempfehlungen aus. Verfolgen unterschiedliche institutionelle Anleger ähnliche Ziele, steigt durch die Einschaltung von Stimmrechtsberatern das Risiko eines Parallelverhaltens, ohne dass es einer

<sup>284</sup> Posner, E./Scott Morton, F./Weyl, G., a. a. O., S. 44 f.

<sup>285</sup> Rock, E./Rubinfeld, D., Antitrust for Institutional Investors, a. a. O., S. 38.

<sup>286</sup> Posner, E./Scott Morton, F./Weyl, G., a. a. O., S. 44 f.

<sup>287</sup> Vergleiche den Vorschlag in Gliederungspunkt 4.7.1.2 und dort insbesondere Tz. 516 und 522.

<sup>288</sup> Siehe hierzu die Ausführungen in Shapiro Lund, D., Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance, The Journal of Corporation Law (im Erscheinen), verfügbar als SSRN Working Paper, 28. April 2018.

<sup>289</sup> Siehe hierzu bereits Gliederungspunkt 4.4.

<sup>290</sup> Siehe hierzu die Ausführungen in Gliederungspunkt 4.3.

<sup>291</sup> Siehe hierzu OECD, Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition, a. a. O., S. 36.

Koordination zwischen den Investoren bedarf. Anders als bei den verschärften Regeln für institutionelle Investoren im Rahmen der Corporate Governance muss eine Begrenzung der Stimmrechtsberatungen nicht zwangsläufig den Zielen einer aktiven Corporate Governance entgegenstehen. So ist unter anderem umstritten, ob die Stimmrechtsberatungen Investoren bei der Wahrnehmung ihrer Aktionärsverantwortung helfen oder gerade erst dazu führen, dass der Anteilseigner sich noch weniger selbsttätig engagiert.

#### 4.7.2 Berücksichtigung von Horizontalverflechtungen bei Unternehmenszusammenschlüssen

**527.** Die voranstehenden Vorschläge haben gemein, dass sie möglichen Wettbewerbsrisiken entgegenwirken, indem sie den Umfang der Beteiligungen institutioneller Investoren in einer Branche bzw. ihre Einflussmöglichkeiten begrenzen. Von der Diskussion weitestgehend unberührt ist die Frage, wie die Rolle institutioneller Investoren zu würdigen ist, wenn sich Unternehmen in einem durch einen hohen Verflechtungsgrad geprägten Markt zusammenschließen wollen. Die Europäische Kommission hat sich in ihrer Entscheidung zum Zusammenschlussvorhaben der US-amerikanischen Chemiekonzerne Dow und DuPont erstmals mit dieser Problemstellung befasst.<sup>292</sup> Ein Schwerpunkt der Analyse liegt bei den Auswirkungen des Zusammenschlusses auf der Innovationstätigkeit innerhalb der untersuchten Branche.<sup>293</sup> Dabei finden auch theoretische Überlegungen zu indirekten Horizontalverflechtungen sowie empirische Belege für einen erheblichen Verflechtungsgrad auf dem Markt für agrochemische Produkte Berücksichtigung. Die Vorgehensweise und die Erkenntnisse zu indirekten Horizontalverflechtungen im Allgemeinen sowie im konkreten Zusammenschlussvorhaben dokumentiert die Europäische Kommission in einem eigenen Annex zur Entscheidung.<sup>294</sup>

**528.** In ihrer Entscheidung stellt die Europäische Kommission einige grundlegende Überlegungen zu wettbewerblichen Auswirkungen indirekter Horizontalverflechtungen an. Dazu analysiert sie die einschlägige theoretische und empirische Literatur und gelangt zu der Einschätzung, dass mit indirekten Horizontalverflechtungen potenzielle Wettbewerbsrisiken einhergehen.<sup>295</sup> Die antikompetitiven Effekte auf das Preissetzungsverhalten der Marktteilnehmer, die in der Literatur vorrangig thematisiert werden, lassen sich nach Auffassung der Europäischen Kommission auf die Innovationstätigkeit übertragen. Demnach sei es wahrscheinlich, dass die Intensität des Innovationswettbewerbs geringer ist, wenn die Marktteilnehmer durch signifikante Beteiligungen gemeinsamer Anteilseigner verflochten sind. Weiterhin sieht die Kommission starke Anhaltspunkte dafür, dass große institutionelle Investoren – insbesondere auch solche, die eine passive Anlagestrategie verfolgen – einen privilegierten Zugang zum Management ihrer Portfoliounternehmen haben und ihre langfristigen Anlageziele gegenüber ihren Portfoliounternehmen aktiv kommunizieren, auch wenn sie lediglich Minderheitsbeteiligungen halten.

**529.** Zur Analyse der konkreten Beteiligungsstrukturen im Markt für agrochemische Produkte hat die Europäische Kommission Informationen zu institutionellen Anteilseignern von den Zusammenschlussbeteiligten sowie ihren Wettbewerbern BASF, Bayer, Monsanto und Syngenta angefordert. Auf Basis unterschiedlicher Beteiligungs- und Verflechtungsmaße kommt sie zu dem Schluss, dass die Wettbewerber über gemeinsame Anteilseigner stark verflochten sind und einige Investoren signifikante Anteile an allen sechs Unternehmen halten.<sup>296</sup> Demnach halten 17 institutionelle Investoren zusammen rund 21 Prozent an BASF, Bayer und Syngenta. Ihr gemeinsamer Anteil an Monsanto, Dow und DuPont wird sogar auf 29 bis 36 Prozent beziffert.<sup>297</sup> Bedingt durch den ausgeprägten Streubesitz – ein bedeutender Anteil der Beteiligungen wird durch Anteilseigner mit einer Beteiligung von weniger als

<sup>292</sup> EU-Kommission, Beschluss vom 27. März 2017, M.7932 – Dow/DuPont.

<sup>293</sup> Siehe hierzu auch die Ausführungen in Abschnitt 3.2.2 in Kapitel III.

<sup>294</sup> Ebenda, Annex 5.

<sup>295</sup> Ebenda, Annex 5, Tz. 40 ff.

<sup>296</sup> Ebenda, Annex 5, Tz. 8 ff. In der öffentlichen Fassung der Entscheidung sind die disaggregierten Daten zu den Beteiligungshöhen einzelner Investoren sowie ihre Namen geschwärzt.

<sup>297</sup> Ebenda, Annex 5, Tz. 80.

0,01 Prozent gehalten – schätzt die Europäische Kommission die Bedeutung institutioneller Investoren und ihre Einflussmöglichkeiten größer ein, als es die Beteiligungshöhen vermuten lassen würden.<sup>298</sup>

**530.** Aufgrund dieser Zusammenhänge geht die Europäische Kommission davon aus, dass die Marktanteile und Konzentrationsmaße wie der traditionelle HHI die Marktkonzentration und die Marktmacht der Unternehmen unterschätzen.<sup>299</sup> Daher diskutiert sie den modifizierten HHI (MHHI) als alternatives Konzentrationsmaß. Obwohl sie ausführt, dass die zur Berechnung des MHHI notwendigen Einflussgewichte unterschiedlich bestimmt werden können, beschränkt sie sich bei der eigenen Berechnung auf die Annahme, dass der Einfluss proportional zu den gehaltenen Anteilen ist. Die Vorgehensweise der Europäischen Kommission ist von den Zusammenschlussbeteiligten kritisiert worden, weil das zugrunde gelegte Einflusszenario nicht evidenzbasiert und allgemein umstritten sei.<sup>300</sup> Letztlich verzichtet die Europäische Kommission darauf, die mit dem MHHI ermittelte Konzentration in die Entscheidung einfließen zu lassen. Allerdings hält die Europäische Kommission in der Entscheidung ausdrücklich fest, dass die ausgewiesenen traditionellen HHI-Werte die Konzentration im Markt unterschätzen.<sup>301</sup>

**531.** Zusammenfassend kommt die Europäische Kommission zu dem Ergebnis, dass die agrochemische Industrie durch einen hohen Verflechtungsgrad gekennzeichnet ist und dadurch wahrscheinlich der Innovationswettbewerb gehemmt wird.<sup>302</sup> Die betrachteten Marktanteile und der traditionelle HHI unterschätzen die tatsächliche Marktkonzentration und damit die Marktmacht der Marktteilnehmer.<sup>303</sup> Daher sind nach Auffassung der Europäischen Kommission indirekte Horizontalverflechtungen im Rahmen der Prüfung, ob infolge des Zusammenschlusses erhebliche Behinderungen wirksamen Wettbewerbs zu erwarten wären, eigenständig zu bewerten.<sup>304</sup>

### 4.7.3 Abschließende Bewertung der Vorschläge

**532.** Bereits heute existieren einige – im Kontext des US-amerikanischen Wettbewerbsrechts entwickelte – Konzepte zur Eindämmung potenzieller Wettbewerbsrisiken aufgrund indirekter Horizontalverflechtungen. Sie verfolgen verschiedene Ansätze und unterscheiden sich hinsichtlich ihrer Reichweite und Eingriffsintensität. Die Analyse der Vorschläge verdeutlicht außerdem die mit ihnen verbundenen, teilweise erheblichen administrativen Kosten und Risiken aufgrund von Fehlern erster und zweiter Ordnung. Dabei wird deutlich, dass der Zielkonflikt zwischen einer – aus wettbewerblichen Erwägungen möglicherweise gewünschten – Begrenzung des Verflechtungsgrades und einem – aus einer Finanzmarktperspektive erwünschten – hohen Diversifizierungsgrad eine hohe Hürde für die Ausgestaltung angemessener (Regulierungs-)Maßnahmen darstellt. Ob solche erforderlich werden, lässt sich nach gegenwärtigem Kenntnisstand noch nicht beurteilen.

**533.** Die Konzepte zeigen wichtige Grundprinzipien auf und lassen Ansätze dafür erkennen, wie mögliche Maßnahmen in der Praxis ausgestaltet sein könnten. Allerdings erscheinen sie in ihrer gegenwärtigen Form nicht ausgereift und nur bedingt praxistauglich. Sollten Maßnahmen ergriffen werden, bedürfte es einer weiteren Verfeinerung und Anpassung der Ansätze an die Marktgegebenheiten sowie sonstigen rechtlichen Vorschriften. Dabei wäre ein stärkerer Ausgleich zwischen der Wettbewerbs- und der Finanzmarktperspektive vonnöten als in den vorliegenden Vorschlägen, die jeweils eines der Ziele deutlich überbetonen.

**534.** Anders stellt sich die Situation allerdings bei der fusionskontrollrechtlichen Kontrolle von Zusammenschlussvorhaben von Unternehmen dar, die in Märkten mit einer ausgeprägten Verflechtung tätig sind. Hier gilt es im Rahmen der ohnehin erfolgenden Prüfung die möglichen Effekte durch indirekte Verflechtungen zwischen den

<sup>298</sup> Ebenda, Tz. 2340, und Annex 5, Tz. 32.

<sup>299</sup> Ebenda, Annex 5, Tz. 61 ff.

<sup>300</sup> EU-Kommission, Beschluss vom 27. März 2017, M.7932 – Dow/DuPont, Tz. 76 ff.

<sup>301</sup> Ebenda, Annex 5, Tz. 4.

<sup>302</sup> Ebenda, Annex 5, Tz. 56 ff.

<sup>303</sup> Ebenda, Annex 5, Tz. 4.

<sup>304</sup> Ebenda, Annex 5, Tz. 4 u. 81.

Marktteilnehmern zu berücksichtigen. Im Rahmen der Entscheidung im Fusionsvorhaben Dow/DuPont hat die Europäische Kommission erstmals entsprechende Erwägungen berücksichtigt.

#### 4.8 Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

**535.** In der Regel halten institutionelle Investoren deutlich weniger als 10 Prozent an ihren Portfoliounternehmen. Trotz der verhältnismäßig geringen Beteiligungshöhe geht die Monopolkommission davon aus, dass institutionelle Investoren unter Umständen die Möglichkeit haben, gewisse Entscheidungen ihrer Portfoliounternehmen zu beeinflussen. Neben der Ausübung von Stimmrechten im Rahmen von Aktionärsversammlungen bestehen Einflussmöglichkeiten auch jenseits der Stimmrechtswahrnehmung durch den Dialog mit Portfoliounternehmen. Diese bestehenden Einflussmöglichkeiten sind jedoch nicht mit einem bestimmenden Einfluss im Sinne der Fusionskontrolle zu verwechseln. Die Einflussmöglichkeiten werden zudem durch einen eng gezogenen Regelungsrahmen beschränkt. In der Regel sind institutionelle Investoren im Dialog mit Unternehmensführungen fokussiert auf eine nachhaltige Unternehmensführung, die strategische Positionierung von Unternehmen, die Kapitalstruktur und CSR-Themen.

**536.** Indirekte Verflechtungen von Wettbewerbern über Beteiligungen branchenfremder Anteilseiger stellen zunächst lediglich ein Marktstrukturphänomen dar. Dies muss nicht zwangsläufig negative Auswirkungen auf das Marktgeschehen haben. Allerdings existieren in der ökonomischen Theorie unterschiedliche Schadenstheorien dazu, wie indirekte Horizontalverflechtungen wettbewerbsbeeinträchtigendes Verhalten erleichtern oder ermöglichen können. Es bestehen unterschiedliche Wirkungskanäle durch indirekte Verflechtungen zwischen Wettbewerbern, über die gemeinsame Anteilseigner sich wettbewerbsbeeinträchtigend auswirken können. Zu unterscheiden sind hier Auswirkungen aufgrund einseitigen Unternehmensverhaltens (unilaterale Effekte) von solchen, die durch koordiniertes Verhalten zustande kommen könnten.

**537.** Der Grad der Verflechtung zwischen Unternehmen innerhalb eines Marktes kann mithilfe unterschiedlicher Kennzahlen quantifiziert werden. Einfache Indikatoren können die Veränderung des Verflechtungsgrades im Zeitverlauf abbilden oder einen Vergleich zwischen Märkten ermöglichen, haben aber für sich genommen nur eine begrenzte Aussagekraft. Daneben existieren theoretisch fundierte Indikatoren, welche die auf indirekte Horizontalverflechtungen zurückzuführende Marktkonzentration abbilden sollen. Der prominenteste und am weitesten verbreitete ist der modifizierte Herfindahl-Hirschman-Index (MHHI). Unter weiteren Annahmen kann ein theoretischer Zusammenhang zwischen dem MHHI und branchenweiten Margen hergestellt werden. Mithilfe des MHHI kann die Marktkonzentration nicht nur aus einer statischen Perspektive betrachtet werden, sondern auch die Konzentrationsveränderungen durch Änderungen der Markt- und Beteiligungsstrukturen veranschaulicht werden. Die Berechnung dieser Maße ist jedoch mit einigen Schwierigkeiten verbunden, und es ist unklar, inwiefern sie auch dann belastbare Erkenntnisse liefern, wenn die tatsächlichen Marktgegebenheiten von den zugrunde liegenden Annahmen abweichen.

**538.** Der Zusammenhang zwischen Verflechtungsgrad und antikompetitiven Effekten ist in einer Reihe empirischer Studien untersucht worden. Große Aufmerksamkeit hat insbesondere eine Untersuchung zu wettbewerbsmindernden Effekten auf dem amerikanischen Luftverkehrsmarkt erlangt. Die Ergebnisse sollen demonstrieren, dass die Ticketpreise um bis zu 12 Prozent über dem Niveau liegen, das in einem hypothetischen Markt ohne indirekte Horizontalverflechtungen zu erwarten wäre. Ein methodisch vergleichbares Forschungspapier zum Bankenmarkt deutet ebenfalls darauf hin, dass die Wettbewerbsintensität mit steigendem Verflechtungsgrad sinkt. Außerdem existieren Hinweise darauf, dass der Eintritt eines Generikaherstellers im amerikanischen Pharmamarkt umso weniger wahrscheinlich ist, je stärker der Generikahersteller mit dem Hersteller des Originalpräparats über gemeinsame Anteilseigner verbunden ist. Die Ergebnisse der beiden erstgenannten Studien sind aufgrund der Annahmen über den Zusammenhang zwischen dem verwendeten Marktkonzentrationsindikator (MHHI) und dem Preisniveau sowie für die ökonometrische Vorgehensweise kritisiert worden. Einige der kritischen Studien führen eigene Untersuchungen mit vergleichbaren Daten aus dem amerikanischen Flugverkehrs- und Bankenmarkt durch, finden jedoch keine Belege für antikompetitive Effekte. Allerdings sind auch diese Studien für ihr methodisches Vorgehen und die Interpretation der empirischen Ergebnisse kritisiert worden. Aber selbst wenn sich die Kritik an den empirischen

rischen Hinweisen auf antikompetitive Effekte indirekter Horizontalverflechtungen erhärten lässt, lässt dies nicht den Rückschluss zu, dass die in der ökonomischen Theorie aufgezeigten antikompetitiven Effekte in der Realität nicht existieren. Auch branchenübergreifende Studien kommen zu keinem eindeutigen Ergebnis hinsichtlich der Wettbewerbswirkungen.

**539.** Die genannten Studien haben eine Diskussion darüber ausgelöst, ob Handlungsbedarf besteht und wie ggf. Maßnahmen ausgestaltet sein könnten. Die Vorschläge lassen sich grob in drei Kategorien einordnen: (i) fusionskontrollrechtliche Prüfungen von Minderheitsbeteiligungen durch institutionelle Investoren, (ii) mögliche Regulierungsmaßnahmen und (iii) verschärfte Corporate-Governance-Regeln. Um die administrativen Kosten einer Prüfung im Rahmen der Fusionskontrolle zu reduzieren, werden unterschiedlich ausgestaltete Aufgreifschwelen bzw. Safe-Harbour-Regeln diskutiert. Die Diskussion verdeutlicht, dass ein grundlegender Zielkonflikt zwischen einer möglicherweise wettbewerblich wünschenswerten Begrenzung indirekter Verflechtungen einerseits und einer aus einer Eigentums- und Finanzmarktperspektive erwünschten uneingeschränkten Wahlmöglichkeit zwischen Investitionsstrategien, z. B. einer starken Portfoliodiversifizierung, andererseits besteht. Ferner sind einige Regulierungsmaßnahmen vorgeschlagen worden, die Beteiligungen diversifizierter Investoren in Oligopolmärkten auf eine Obergrenze beschränken sollen. Solche Maßnahmen könnten zum Teil weitreichende Auswirkungen auf die Geschäftsmodelle großer institutioneller Investoren haben und gegebenenfalls erhebliche negative Folgen für Finanzmärkte bergen. Es könnten sich erhebliche Kosten für Behörden und Marktteilnehmer ergeben. Schließlich ist vorgeschlagen worden, das Engagement institutioneller Investoren im Rahmen der Corporate Governance zu begrenzen, um Investoren daran zu hindern, auf wettbewerbsminderndes Verhalten ihrer Portfoliounternehmen hinzuwirken. Dieser Vorschlag steht jedoch im Konflikt mit Bestrebungen, institutionelle Investoren zu mehr Verantwortung in der Wahrnehmung der Aktionärspflichten anzuhalten. Allen diskutierten Vorschlägen ist gemein, dass sie die bereits vorhandenen Strukturen und Einschränkungen nicht ausreichend abzuwägen scheinen.

**540.** Die Monopolkommission ist der Auffassung, dass es – obwohl ein Risikopotenzial besteht – zum gegenwärtigen Zeitpunkt verfrüht wäre, (wettbewerbs)rechtliche oder regulatorische Maßnahmen zu ergreifen. Zuvor bedarf es weiterer wissenschaftlicher Erkenntnisse und empirischer Belege für einen Zusammenhang zwischen indirekten Horizontalverflechtungen und antikompetitiven Effekten. Insbesondere in Europa sind diese Zusammenhänge bislang nicht systematisch erforscht worden. Daher begrüßt die Monopolkommission die Ankündigung der Generaldirektion Wettbewerb der Europäischen Kommission, sich dem Thema ausführlicher zu widmen.

**541.** Anders stellt sich die Situation bei der fusionskontrollrechtlichen Prüfung von Zusammenschlussvorhaben von Unternehmen dar, die in Märkten mit einer ausgeprägten Verflechtung tätig sind. Hier gilt es im Rahmen der ohnehin erfolgenden Prüfung, die möglichen Effekte durch indirekte Verflechtungen zwischen den Marktteilnehmern zu berücksichtigen. Im Rahmen der Entscheidung im Fusionsvorhaben Dow/DuPont hat die Europäische Kommission erstmals entsprechende Erwägungen berücksichtigt. Die Monopolkommission begrüßt, dass die Europäische Kommission auch über den Fall Dow/DuPont hinaus plant, indirekte Horizontalverflechtungen in ihren Entscheidungen zu berücksichtigen. Die Monopolkommission regt an, dass auch das Bundeskartellamt bei Vorliegen eines relevanten Falles die Verflechtungen durch institutionelle Investoren würdigt.