

Coenen, Michael; Jovanovic, Dragan

**Working Paper**

## Minderheitsbeteiligungen in der Zusammenschlusskontrolle: Zeigen schleichende Übernahmen auf eine Schutzlücke?

DICE Ordnungspolitische Perspektiven, No. 61

**Provided in Cooperation with:**

Düsseldorf Institute for Competition Economics (DICE), Heinrich Heine University Düsseldorf

*Suggested Citation:* Coenen, Michael; Jovanovic, Dragan (2014) : Minderheitsbeteiligungen in der Zusammenschlusskontrolle: Zeigen schleichende Übernahmen auf eine Schutzlücke?, DICE Ordnungspolitische Perspektiven, No. 61, ISBN 978-3-86304-661-3, Heinrich Heine University Düsseldorf, Düsseldorf Institute for Competition Economics (DICE), Düsseldorf

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/98703>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# ORDNUNGSPOLITISCHE PERSPEKTIVEN

Nr 61

Minderheitsbeteiligungen  
in der Zusammenschluss-  
kontrolle:  
Zeigen schleichende  
Übernahmen auf eine  
Schutzlücke?

Michael Coenen,  
Dragan Jovanovic

Juli 2014

## IMPRESSUM

### DICE ORDNUNGSPOLITISCHE PERSPEKTIVEN

Veröffentlicht durch:

düsseldorf university press (dup) im Auftrag der  
Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät,  
Düsseldorf Institute for Competition Economics (DICE), Universitätsstraße 1,  
40225 Düsseldorf, Deutschland  
[www.dice.hhu.de](http://www.dice.hhu.de)

### Herausgeber:

Prof. Dr. Justus Haucap  
Düsseldorfer Institut für Wettbewerbsökonomie (DICE)  
Tel: +49(0) 211-81-15125, E-Mail: [haucap@dice.hhu.de](mailto:haucap@dice.hhu.de)

### DICE ORDNUNGSPOLITISCHE PERSPEKTIVEN

Alle Rechte vorbehalten. Düsseldorf 2014

ISSN 2190-992X (online) - ISBN 978-3-86304-661-3

# **Minderheitsbeteiligungen in der Zusammenschlusskontrolle: Zeigen schleichende Übernahmen auf eine Schutzlücke?**

*Michael Coenen, Düsseldorf\* und Dragan Jovanovic, Frankfurt am Main\*\*,<sup>1</sup>*

**Juli 2014**

Erscheint in *Wirtschaft und Wettbewerb*

## **Unilaterale Effekte von Minderheitsbeteiligungen**

Minderheitsbeteiligungen in der Zusammenschlusskontrolle stärker zu berücksichtigen, ist umstritten. Minderheitsbeteiligungen können wohlfahrtsschädigende Wirkungen haben, da sie die Wettbewerbsanreize desjenigen Unternehmens senken, das Anteile an einem seiner Konkurrenten hält. Wir betrachten besonders die Möglichkeit zu schleichenden Übernahmen, die aus rechtspraktischen Erfordernissen erwächst. Weil Kartellbehörden ihre Entscheidungen zunehmend auf ökonometrische Forensik stützen, werden für Unternehmen Anreize geschaffen, mögliche Ungenauigkeiten hierbei auszunutzen und eine Fusion in kleinen Schritten zu erwirken, die in der Gesamtbetrachtung nicht zugelassen würde. Kritisch ist hierbei, dass sowohl in Deutschland und der Europäischen Union, als auch weniger eindeutig im amerikanischen Rechtsraum Beteiligungsvorhaben nur unter der Voraussetzung überprüft werden, dass sie einem Kontrollerwerb gleichkommen. Die wettbewerbsrechtliche Genehmigung von Minderheitsbeteiligungen sollte daher davon abhängig gemacht werden, welchen Anreiz die beteiligten Unternehmen fortan haben, ihre Beteiligung weiter aufzustocken oder vollends zu fusionieren.

---

\* Dr. Michael Coenen, Geschäftsführer des Düsseldorf Institute for Competition Economics (DICE), Heinrich-Heine-Universität, Düsseldorf.

\*\* Dr. Dragan Jovanovic, Postdoctoral Researcher, Goethe-Universität, Frankfurt am Main.

<sup>1</sup> Die Autoren bedanken sich bei Herrn Kai Schmidt, Senior Legal Analyst der Monopolkommission für hilfreiche Kommentare.

## I. Einleitung

Gegenwärtig beschäftigt die Europäische Kommission die Frage, inwiefern Minderheitsbeteiligungen in den gesetzlichen Regelungen der Gemeinschaft berücksichtigt werden sollen. Am 25. Juni 2013 ist hierzu durch DG Comp ein Konsultationsprozess unter dem Titel „*Towards More Effective EU Merger Control*“ mit der Veröffentlichung eines Arbeitspapiers eröffnet worden, zu dem die interessierte Öffentlichkeit zu Stellungnahmen bis zum 12. September 2013 gebeten wurde.<sup>2</sup> Diskutiert werden in der Vorlage unterschiedliche Durchgriffsszenarien für den Fall, dass Minderheitsbeteiligungen als hinlänglich problematisch in der Fusionskontrolle erachtet werden: Die Europäische Kommission könnte entweder befugt werden, nach eigenem Ermessen den Verdacht einer erheblichen Wettbewerbsbeeinträchtigung zu untersuchen, beteiligte Unternehmen könnten zur Anzeige jedes Anteilserwerbs verpflichtet werden oder es könnte die bestehende Form der ex ante Zusammenschlusskontrolle auch auf den Erwerb von Minderheitsanteilen ausgeweitet werden. Noch für das Jahr 2014 ist die Veröffentlichung eines White Papers zum Thema avisiert. Ökonomischer Anlass der Diskussion ist, dass grundsätzlich jedes Beteiligungsverhältnis ein finanzielles Interesse des beteiligten Unternehmens an dem Zielunternehmen entstehen lässt. Etwaige Mengenausweitungen oder Preissenkungen zulasten des Zielunternehmens werden daher als negative externe Effekte von dem beteiligten Unternehmen internalisiert. Horizontale Minderheitsbeteiligungen können wettbewerbsschädigende Effekte insbesondere haben, wenn Unternehmen auf Oligopolmärkten im Preiswettbewerb mit differenzierten Gütern oder im Mengenwettbewerb stehen. Ohne zusätzliche Markteintritte würden daher auf solchen Märkten mit zunehmendem Verflechtungsgrad der ansonsten konkurrierenden Unternehmen die Mengen sinken, die Preise steigen und die Konsumentenrenten fallen.<sup>3</sup>

Es besteht die Vermutung, dass die Zusammenschlusskontrolle die koordinierten Effekte eines Beteiligungsverhältnisses zu stark gewichtet und mithin die ebenso kritischen unilateralen Effekte von Minderheitsbeteiligungen übersieht. Durch diese Ignoranz steuert die Zusammenschlusskontrolle vor allen Dingen auf die unmittelbaren Wirkungen der gesteigerten Kooperationsfähigkeit der zusammenschlussbeteiligten Unternehmen. Dieser Defekt wurde im Rahmen der 8. GWB-Novelle nur zum Teil geheilt dadurch, dass nun das SIEC-Untersagungskriterium Anwendung findet. Weiterhin offen bleiben Möglichkeiten für wettbewerbsschädigende Minderheitsbeteiligungen. Unser besonderes Augenmerk in dieser Diskussion soll der problematischen Möglichkeit zu schleichenden Übernahmen gelten. Die Möglichkeit zu einer schleichenden Übernahme erwächst in erster Linie aus rechtspraktischen Erfordernissen in der Zusammenschlusskontrolle. Da sich rechtssichere Untersagungsentscheidungen zunehmend auch auf ökonomische Beweismittel gründen müssen, besteht eine unserer Ansicht nach systematische Gefahr in der Wahl einer falschen Referenzsituation zur Untersuchung der Wettbewerbsfolgen eines Zusammenschlusses.

Auf die strategischen Möglichkeiten, die sich für fusionswillige Unternehmen aus dieser Situation ergeben, gehen wir im Abschnitt IV. ein. Vorher betrachten wir zunächst die

---

<sup>2</sup> Vgl. [http://ec.europa.eu/competition/consultations/2013\\_merger\\_control/index\\_en.html](http://ec.europa.eu/competition/consultations/2013_merger_control/index_en.html) (abgerufen am 17.06.2014).

<sup>3</sup> Vgl. O'Brien/Salop, *Antitrust Law Journal* 67 (2000), 559.

unilateralen Auswirkungen horizontaler Minderheitsbeteiligungen in Abschnitt II. und zeichnen in Abschnitt III. die bestehende unterschiedliche rechtliche Behandlung von Minderheitsbeteiligungen in Deutschland, in Europa und in den Vereinigten Staaten nach.

## **II. Unilaterale Effekte von Minderheitsbeteiligungen**

Als eine Minderheitsbeteiligung bezeichnen wir klassische strukturelle Verbindungen, mithin wettbewerbsrechtlich bedeutungslose Beteiligungsverhältnisse. Es sind daher mit dem Begriff der Minderheitsbeteiligung nicht schlichtweg alle Beteiligungsverhältnisse gemeint, in denen ein Unternehmen Anteile von weniger als 50 Prozent der Kapital- oder Stimmrechtsanteile eines anderen Unternehmens hält oder weniger als die 25 Prozent der aktienrechtlichen Sperrminorität, sondern alle Beteiligungsverhältnisse, in denen eine Verflechtung zwischen den Unternehmen in einer Weise besteht, in denen der Minderheitsgesellschafter keine wettbewerbsrechtlich relevante Kontrolle über die wirtschaftlichen Geschicke des mit ihm verbundenen Unternehmens ausüben kann. Diese Abgrenzung ist eine notwendige Vorbemerkung, da sowohl in Deutschland, in der Europäischen Union und auch in den Vereinigten Staaten rechtliche Vorgaben bestehen, die Wettbewerbswirkungen im Rahmen von Fusionskontrolle vor allen Dingen bei mit dem Anteilerwerb verbundenem Kontrollerwerb überprüfen.

Wettbewerbsschädliche, unilaterale Wirkungen folgen nicht erst aus Fusionen, die einen Kontrollerwerb voraussetzen, sondern können in beträchtlichem Umfang bereits aus Minderheitsbeteiligungen erwachsen. Die unilateralen Effekte bestehen vor allen Dingen in der durch die Minderheitsbeteiligung bewirkten Schwächung von Wettbewerbsanreizen aus einer finanziellen Beteiligung an einem Konkurrenten. Je nach Wettbewerbsform und Art der strategischen Interaktion werden über die finanzielle Beteiligung pekuniäre negative externe Effekte oder pekuniäre positive externer Effekte partiell internalisiert und Wettbewerb reduziert. Die Folge ist stets, dass Preise steigen und somit die Verbraucher geschädigt werden.

### *1. Die ökonomischen Wirkungen von Minderheitsbeteiligungen bei Mengenwettbewerb*

Es sei vereinfachend angenommen, dass eine Minderheitsbeteiligung lediglich zwischen den zwei Unternehmen desselben oligopolistischen Marktes besteht. Anders ausgedrückt, beschränken wir unsere Betrachtung daher auf horizontale Unternehmensverbindungen.<sup>4</sup> Weiterhin sei unterstellt, dass ausschließlich eine Minderheitsbeteiligung besteht. Andere Beteiligungsverhältnisse existieren nicht; mithin werden Spezialfälle wie

---

<sup>4</sup> Auch Minderheitsbeteiligungen in vertikalen oder konglomeraten Strukturen können Implikationen auf den Wettbewerb zwischen Unternehmen haben. Gefahren liegen im Bereich des Ressourcen- oder Vertriebskanalzugangs, im Bereich des Zugangs zu vertraulichen Unternehmensinformationen sowie bei konglomeraten Minderheitsbeteiligungen im Verlust von Randwettbewerb und potentiell dem Wettbewerb. Die Gefahren hierbei liegen analog zu denen von Mehrheitsbeteiligungen, sind jedoch von weniger großer Intensität. Da die Wettbewerbswirkungen von vertikalen und konglomeraten Unternehmensverbindungen weniger eindeutig sind als die direkter horizontaler Beteiligungen, richten wir unsere Argumentation lediglich auf horizontale Unternehmensverbindungen. Die aktuelle Rechtsauslegung im Hinblick auf die Kontrolle vertikaler und konglomerater Zusammenschlüsse hat das Bundeskartellamt im Leitfaden zur Marktbeherrschung in der Fusionskontrolle (Bonn, 2012) und die Europäische Kommission in Leitlinien zur Bewertung nichthorizontaler Zusammenschlüsse (2008/C 265/07) niedergelegt.

Kreuzverflechtungen oder Gemeinschaftsunternehmen aus der Betrachtung ausgenommen. Nehmen wir zunächst an, dass die betrachteten Unternehmen im Mengenwettbewerb (sog. Cournot-Wettbewerb) zueinander stehen.<sup>5</sup> Jedes einzelne Unternehmen optimiert seine Angebotsmenge unter Berücksichtigung der optimalen Mengenreaktionen aller übrigen Unternehmen. Die Mengenentscheidungen der Unternehmen stellen dann sog. strategische Substitute dar, d.h. ein Unternehmen wird seine Menge ausweiten (senken), wenn seine Konkurrenten ihre Menge reduzieren (erhöhen). Das Unternehmen mit der Minderheitsbeteiligung hat einen Anreiz, seine Menge umso niedriger zu wählen, je höher die Minderheitsbeteiligung ist, da eine höhere Menge negative Folgen auf die Gewinnsituation des Unternehmens, an dem es beteiligt ist, hätte. Anders ausgedrückt, ermöglicht die Minderheitsbeteiligung die partielle Internalisierung des pekuniären negativen externen Effektes einer Mengenausweitung durch den Anteilseigner. Die aus diesem Kalkül herrührende Mengenreduktion des Beteiligungsunternehmens wird bei den Konkurrenten zu einer Mengenausweitung führen, die allerdings nicht ausreicht, um den ursprünglichen Mengenrückgang zu kompensieren.<sup>6</sup> Die Folge der Minderheitsbeteiligung ist daher, dass die Menge sinkt und der Preis steigt. Die Konsequenzen für die Konsumenten sind negativ. Zum einen wird der gestiegene Preis einen zusätzlichen Teil der potentiellen Konsumenten vom Kauf abhalten, obwohl ihre Zahlungsbereitschaft die Bereitstellungsgrenzkosten überschreitet. Zum anderen entsteht bei denjenigen Konsumenten, deren Zahlungsbereitschaft weiterhin ausreicht, um sich das Produkt auch nach der Preiserhöhung noch zu leisten, eine Nutzeneinbuße durch die höheren erforderlichen Konsumausgaben.

## 2. Die ökonomischen Wirkungen von Minderheitsbeteiligungen bei Preiswettbewerb

Wir unterstellen nun, dass die konkurrierenden Unternehmen differenzierte Produkte im Preiswettbewerb anbieten.<sup>7</sup> Differenzierte Produkte sind aus Sicht der Konsumenten nur bis zu einem gewissen Grad austauschbar, bilden daher keine perfekten Substitute. Die Unternehmen setzen gewinnmaximierende Preise unter der Annahme optimaler Preisreaktionen ihrer Wettbewerber. Die Preise stellen strategische Komplemente dar, da die Preiserhöhung (-senkung) eines Unternehmens ebenfalls zu einer (zwar geringeren) Preiserhöhung (-senkung) aller anderen Unternehmen führt. Bei einer Minderheitsbeteiligung wird das Unternehmen den pekuniären positiven externen Effekt einer Preiserhöhung auf den Gewinn seiner Beteiligung internalisieren und somit einen zusätzlichen Anreiz haben, seinen Preis zu erhöhen. Je höher die Minderheitsbeteiligung ist, desto höher steigt der Preis. Da Preise strategische Komplemente sind, wird die wettbewerbsschwächende Wirkung einer Preiserhöhung durch die Reaktion der Konkurrenten weiter verschärft, weil diese ihre Preise ebenfalls erhöhen werden. In Analogie zum Mengenwettbewerb werden daher im

---

<sup>5</sup> Ob die von den Unternehmen angebotenen Produkte perfekte oder imperfekte Substitute sind, d.h. ob sie von den Verbrauchern als identisch oder differenziert angesehen werden, spielt für die Existenz unilateraler Effekte keine Rolle, solange die Nachfrage nicht völlig unabhängig voneinander sind. Jedoch sind die unilateralen Wirkungen umso schwächer, desto weniger die Produkte substituierbar sind.

<sup>6</sup> Dieses allgemeine Ergebnis wurde von *Farrell/Shapiro*, *American Economic Review* 80 (1) (1990), 111 herausgestellt und gilt ungeachtet der Höhe der Minderheitsbeteiligung.

<sup>7</sup> Würden perfekte Substitute betrachtet, ergeben sich keine wettbewerbsschädlichen Wirkungen, da die Unternehmen Preise setzen würden, die den Grenzkosten entsprechen und somit sowohl die Wohlfahrt als auch die Konsumentenrente maximieren.

Preiswettbewerb durch eine Minderheitsbeteiligung die Preise steigen und Mengen und Konsumentennutzen sinken.

### 3. Zwischenfazit

Es lässt sich festhalten, dass unabhängig von der modelltheoretischen Annahme an das Verhalten der Marktakteure (Internalisierung negativer vs. positiver pekuniärer externer Effekte; strategische Substitute vs. strategische Komplemente), die Wirkung von horizontalen Minderheitsbeteiligungen auf die Wettbewerbsintensität in den betroffenen Märkte negativ ist. Unabhängig von Wettbewerbsform und Art der strategischen Interaktion führen Minderheitsbeteiligungen zu einem weniger aggressiven Verhalten bei der Preis- oder Mengenentscheidung desjenigen Unternehmens, das die Minderheitsbeteiligung hält, und mithin schließlich zu höheren Marktpreisen und einer Schädigung der Konsumenten.

## III. Minderheitsbeteiligungen im europäischen und amerikanischen Recht

### 1. Europäische Union

Die europäische Zusammenschlusskontrolle berücksichtigt Minderheitsbeteiligungen in zwei Konstellationen: Zum einen werden Minderheitsbeteiligungen direkt geprüft, wenn durch sie faktische Kontrolle erreicht werden kann, oder zum anderen indirekt, wenn sie bei der Prüfung eines anderen Zusammenschlussvorhaben mitberücksichtigt werden. Auch wenn Minderheitsbeteiligungen keinen faktischen Kontrollverlust begründen, so können sie als verstärkende Faktoren dennoch erfasst werden, wenn ein anderer Umstand im Zusammenhang mit der Minderheitsbeteiligung vorliegt, der eine Zusammenschlusskontrolle auslöst. Auf diese Weise könnten dann Minderheitsbeteiligungen indirekt untersagt werden, wenn sie zu der Verstärkung von Einzelmarktbeherrschung oder kollektiver Marktbeherrschung beitragen. Jedoch sind sie, wenn sie alleine, ohne Kontrollverlust auftreten, im bisher geltenden Rechtsrahmen nicht konstituierend für eine Zusammenschlusskontrolle.<sup>8</sup>

Bei der Reform der europäischen Fusionskontrollverordnung im Jahr 2004 wurde der bis dahin als materielles Untersagungskriterium geltende Marktbeherrschungstest durch das Kriterium der erheblichen Behinderung wirksamen Wettbewerbs, auch „*significant impediment of effective competition*“ (SIEC) abgelöst. Demnach sind alle Zusammenschlüsse unvereinbar mit dem Gemeinsamen Markt, „*durch die wirksamer Wettbewerb im Gemeinsamen Markt oder einem wesentlichen Teil desselben erheblich behindert würden*“.<sup>9</sup> Die Verstärkung einer marktbeherrschenden Stellung dient seitdem als Regelbeispiel.<sup>10</sup>

Motiv für die Einführung des SIEC-Kriteriums in der europäischen Zusammenschlusskontrolle war es, zu mehr Rechtsklarheit im Umgang mit unilateralen

---

<sup>8</sup> Zur Unterscheidung zwischen bloßen Beteiligungen und solchen, die ein Kontrollverhältnis begründen, sowie deren wettbewerbsökonomischen Implikationen vgl. *O'Brien/Salop*, *Antitrust Law Journal* 67 (2000), 559.

<sup>9</sup> Vgl. Art. 2 Abs. 2 der Verordnung (EG) Nr. 139/2004 vom 20. Januar 2004 (FKVO), *Abl. L* 24/7.

<sup>10</sup> Vgl. *Zimmer*, *ZWeR* 2004, 250, 252.

Wirkungen innerhalb von oligopolistischen Marktstrukturen zu gelangen.<sup>11</sup> Unilaterale Wirkungen eines Zusammenschlusses entstehen direkt bei den Zusammenschlussbeteiligten Unternehmen durch den Wegfall des Konkurrenzdrucks.<sup>12</sup> Hingegen entstehen koordinierte Wirkungen eines Zusammenschlusses aus der Reaktionsverbundenheit der Unternehmen. Sie entstehen, weil es durch einen Zusammenschluss den verbleibenden Marktakteuren nun leichter fällt, etwa wegen der Steigerung von Markttransparenz, (explizit wie implizit) abgestimmte Strategien durchzusetzen, die dauerhaft Preise erhöhen und Mengen reduzieren.<sup>13</sup>

Das SIEC-Untersagungskriterium orientiert sich vornehmlich am Marktergebnis als an den Marktstrukturen und beurteilt eine Zusammenschlussituation in erster Linie anhand von Konsumentenwohlfahrt und Preis. Das SIEC-Kriterium behält dennoch Marktbeherrschung als Regelbeispiel und mithin wichtigsten Fall. Durch die gewählte Formulierung bleibt die umfangreiche Fallpraxis der europäischen Kommission weiterhin nutzbar, gleichzeitig wird die umstrittene Regelungslücke in der europäischen Zusammenschlusskontrolle vor 2004 im Hinblick auf die unilateralen Effekte auf oligopolistischen Märkten geschlossen.

Dieser Ansatz kann im Hinblick auf Minderheitsbeteiligungen nur unter der Voraussetzung effektiv sein, dass Minderheitsbeteiligungen den Zusammenschlusstatbestand erfüllen. Von der europäischen Zusammenschlusskontrolle werden Zusammenschlüsse von gemeinschaftsweiter Bedeutung erfasst. Entscheidend ist dann der Kontrollerwerb entsprechend Art. 3 Abs. 1 FKVO: *„Ein Zusammenschluss wird dadurch bewirkt, dass eine dauerhafte Veränderung der Kontrolle in der Weise stattfindet, dass a) zwei oder mehr bisher voneinander unabhängige Unternehmen oder Unternehmensteile fusionieren oder dass b) eine oder mehrere Personen, die bereits mindestens ein Unternehmen kontrollieren, oder ein oder mehrere Unternehmen durch den Erwerb von Anteilsrechten oder Vermögenswerten, durch Vertrag oder in sonstiger Weise die unmittelbare oder mittelbare Kontrolle über die Gesamtheit oder über Teile eines oder mehrerer anderer Unternehmen erwerben.“* Beispielsweise würde zu der Feststellung faktischer Kontrolle genügen, dass einem Minderheitsgesellschafter regelmäßig die Stimmrechtsmehrheit in der die Unternehmensgeschichte entscheidenden Hauptversammlung der Anteilseigner zufällt. Ebenso würden besondere Vetorechte bei strategischen Unternehmensentscheidungen den Kontrollerwerb begründen.

## 2. Deutschland

In der deutschen Zusammenschlusskontrolle war bis zu der aktuellen, nun achten GWB-Novelle noch der strukturelle Marktbeherrschungstest zentrales materielles

---

<sup>11</sup> Vgl. für einen Überblick über Entstehung und Wirkung des SIEC-Kriteriums im Rechtsrahmen der Europäischen Union Röller/Strohm, in: Hirsch/Montag/Säcker, MünchKommEuWettbR, 2007, Einl. Rn. 1532-1580.

<sup>12</sup> Die Leitlinien der Europäischen Union zu horizontalen Unternehmenszusammenschlüssen benennen detaillierter Faktoren, die kritische unilaterale Wirkungen und nicht koordinierte Wirkungen eines Zusammenschlusses begünstigen, vgl. Leitlinien zur Bewertung horizontaler Zusammenschlüsse gemäß der Ratsverordnung über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen gemäß der Verordnung (EG) Nr. 139/04 (ABl. C 31, 05.02.2004, Seiten 5-18), Rz. 27-57.

<sup>13</sup> Vgl. Röller/Strohm, in: Hirsch/Montag/Säcker, MünchKommEuWettbR, 2007, Einl. Rn. 1549.

Untersagungskriterium. Beim Marktbeherrschungstest dienen hohe Marktanteile der am Zusammenschluss beteiligten Unternehmen als widerlegliche Marktbeherrschungsvermutung. Es werden sodann stets Marktstrukturen im Hinblick darauf untersucht, ob durch den betrachteten Zusammenschluss einem oder mehreren Unternehmen neue Verhaltensspielräume gegeben sind, sich den Konsumenten gegenüber weniger wettbewerbsmäßig zu verhalten, in der Regel daher Güter zu höheren als den wettbewerbsmäßigen Preisen anzubieten.

Das GWB benennt in § 37 Abs. 1 vier verschiedene Arten von Zusammenschlüssen, die den Erwerb von Anteilen oder Betriebsvermögen zur mittelbaren oder unmittelbaren Kontrolle von Teilen oder der Gesamtheit eines anderen Unternehmens sowie den Erwerb von Rechten, Verträgen oder sonstigen Vereinbarungen, die einem Kontrollerwerb gleichkommen, subsumieren.

Im Hinblick auf Minderheitsbeteiligungen von einigem Interesse ist neben der Berücksichtigung von Minderheitsbeteiligungen in Höhe der aktienrechtlichen Sperrminorität in § 37 Abs. 1 Nr. 3 GWB die deutsche Besonderheit des wettbewerbsmäßig erheblichen Einflusses im § 37 Abs. 1 Nr. 4 GWB.<sup>14</sup> Hiernach ist jede sonstige Verbindung zwischen Unternehmen der Zusammenschlusskontrolle zu unterziehen, durch die ein Unternehmen mittelbar oder unmittelbar dauerhaft einen wettbewerbsmäßig erheblichen Einfluss auf ein anderes Unternehmen ausüben kann, mit dem Ziel, wettbewerbsfeindliche Zusammenschlüsse durch ein Unterschreiten der in § 37 Abs. 1 Nr. 3 GWB explizit benannten Anteilsschwelle einer Sperrminorität in Höhe von 25 Prozent zu verhindern.<sup>15</sup>

Allerdings erweist sich bei genauerer Betrachtung auch der wettbewerbsmäßig erhebliche Einfluss nur als wirksam im Hinblick auf die Kooperationsfähigkeit der zusammenschlussbeteiligten Unternehmen. Zunächst sind als Zusammenschlüsse im Sinne des § 37 Abs. 1 Nr. 4 GWB grundsätzlich nur solche Unternehmensverbindungen zu interpretieren, in denen sonstige rechtliche oder tatsächliche Umstände dem Erwerber einer Minderheitsbeteiligung dauerhaft die Stellung eines Inhabers einer aktienrechtlichen Sperrminorität von 25 Prozent verleihen. Ein bekanntes Beispiel für ein solches Zusammenschlussverfahren ist der Fall A-TEC/Norddeutsche Affinerie, in dem das Bundeskartellamt für eine 13,75 Prozent-Minderheitsbeteiligung einen wettbewerbsmäßig erheblichen Einfluss konstatierte, weil der feindliche Anteilserwerber eine faktische Sperrminorität aus den zu erwartenden niedrigen Hauptversammlungspräsenzen besaß und als direkter Wettbewerber gleichgerichtete Interessen und eine intensive Markt- und Branchenkenntnis hatte.<sup>16</sup>

---

<sup>14</sup> Vgl. *Zigelski*, Der wettbewerbsmäßig erhebliche Einfluss wird 20, WuW 59 12/2009, 1261.

<sup>15</sup> Auch in anderen Mitgliedstaaten der Europäischen Union greift die Zusammenschlusskontrolle aufgrund länderspezifischer gesetzlicher Regelungen bereits früher als auf der Gemeinschaftsebene. In Österreich beispielsweise erfüllt ein Anteilserwerb von 25 Prozent den Zusammenschlusstatbestand, im Vereinigten Königreich wird im Hinblick auf das Kriterium eines „Material Influence“ hin geprüft. Dieser wird ab einer Beteiligungsgrenze von 25 Prozent generell angenommen, kann aber auch schon bei Minderheitsbeteiligungen deutlich unter dieser Schwelle vermutet werden.

<sup>16</sup> Vgl. *Bundeskartellamt*, B5-198-07, Rz. 37.

Die Kartellbehörde erachtet neben der Höhe des im Einzelfall erworbenen Kapitalanteils eine Reihe von Faktoren als faktisch mit der Feststellung einer aktienrechtlichen Sperrminorität korrespondierend: die Vertretung eines Minderheitsgesellschafters in den Gesellschaftsorganen, eine dominierende Marktkenntnis des Minderheitsgesellschafters, Interessenparallelität der Gesellschafter sowie kritische Verteilungen des übrigen Anteilsbesitzes. Zusätzlich können sog. Plusfaktoren, Abreden beispielsweise über spezifische Informations-, Mitsprache und Kontrollrechte, die Einschätzung begünstigen, dass sich aus einer Minderheitsbeteiligung ein wettbewerblich erheblicher Einfluss begründet. Der § 37 Abs. 1 Nr. 4 GWB fängt daher lediglich solche Unternehmensverbindungen in der Zusammenschlusskontrolle auf, in denen nicht Anteile an den Stimmrechten oder dem Betriebskapital dazu führen, dass die aktienrechtliche Sperrminorität tatsächlich erreicht wird, sondern lediglich andere Umstände zu einem faktischen Erreichen der Sperrminorität führen. Maßgeblich ist also wieder der Erwerb von (Quasi-)Kontrolle, die dauerhafte Einflussnahme auf die Willensbildung und mithin auf das Marktverhalten der kontrollierten Gesellschaft ermöglicht.<sup>17</sup>

Auch der § 37 Abs. 1 Nr. 4 GWB stellt also wie die übrigen Ziffern des § 37 Abs. 1 GWB auf Zusammenschlusstatbestände ab, die möglichen Untersagungstatbeständen teilweise vorgreifen und sich hier in der Hauptsache auf die Kooperationsfähigkeit der zusammenschlussbeteiligten Unternehmen beziehen. Aus ökonomischer Sicht scheint uns daher eine Lücke im Hinblick auf die unilateralen Wirkungen eines Zusammenschlusses möglich. Diese Feststellung ist unabhängig davon, ob zur Betrachtung das GWB in der Fassung vor oder nach seiner achten Novelle herangezogen wird, da durch diese zwar der Untersagungstatbestand mit der europäischen Rechtsetzung harmonisiert wurde, nicht jedoch, wie auch von der Monopolkommission seinerzeit befürwortend gefordert, die Zusammenschlusstatbestände des § 37 Abs. 1 GWB.<sup>18</sup> Unserer Auffassung nach wird die Bedeutung unilateraler Wirkungen gemeinhin aus dem Grund unterschätzt, weil Marktergebnisse allein und ohne Wissen um ihr Zustandekommen noch nicht auf das Vorliegen einer in solchen Fällen wettbewerbsschädigenden unilateralen Verhaltensanpassung schließen lassen. Es findet schlichtweg keine explizite, nachweisbare Koordination statt und es fehlt dann vor allen Dingen an Kenntnis über die von den Unternehmen verwendeten Technologien, um im Nachhinein eine unternehmerische Zurückhaltung überhaupt erkennen, geschweige denn justizverwertbar nachweisen zu können.

Umstritten ist, inwiefern Minderheitsbeteiligungen, die nicht mit einem Kontrollerwerb einhergehen, sich beherrschen lassen durch das allgemeine Kartellverbot des Art. 101 AEUV. Diese Strategie würde jedoch auf das Instrument der Verhaltenskontrolle abstellen und sich somit von dem an marktstrukturellen Kriterien orientierten SIEC-Kriterium absetzen.

### *3. Vereinigte Staaten von Amerika*

In den Vereinigten Staaten von Amerika sind Unternehmenszusammenschlüsse verboten, die zu einer sog. erheblichen Minderung des Wettbewerbs auf dem relevanten Markt, also einem

---

<sup>17</sup> Vgl. *Zigelski*, Der wettbewerblich erhebliche Einfluss wird 20, WuW 59 12/2009, 1261, 1263 ff.

<sup>18</sup> Vgl. *Monopolkommission*, Die 8. GWB-Novelle aus wettbewerbspolitischer Sicht, Sondergutachten 63, 2012, Tz. 46.

„*substantial lessening of competition*“ (SLC) führen. SLC ist daher das materielle Untersagungskriterium bei der kartellrechtlichen Beurteilung eines Zusammenschlussvorhabens in den USA.<sup>19</sup> Im Rahmen des SLC wird geprüft, wie sich die Wettbewerbsbedingungen infolge eines Zusammenschlusses ändern und in welcher Weise diese nachteilig von den Wettbewerbsbedingungen vor dem infrage stehenden Zusammenschluss abweichen. Geprüft werden dem Grundsatz nach alle Zusammenschlüsse, die anmeldepflichtig sind. § 7a Clayton Act (Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvement Act) grenzt die Anmeldepflicht von Transaktionen hierbei nach quantitativen Kriterien ein. Eine anmeldepflichtige Transaktion muss demnach (1) kommerziell sein (commerce test), (2) eine bestimmte Transaktionsgröße insgesamt besitzen (size of transaction test) und schließlich (3) Zusammenschlussbeteiligte betreffen, die, jeder für sich genommen, eine bestimmte wirtschaftliche Größe besitzen (size of person test). Qualitative Kriterien finden in der amerikanischen Zusammenschlusskontrolle demnach beim Zusammenschlusstatbestand keine Anwendung. Vom Grundsatz her ist SLC nicht sinnvoll von SIEC zu unterscheiden. Lediglich die Tatsache, dass Marktbeherrschung das Regelbeispiel des SIEC ist, trägt für den in Europa gebräuchlichen SIEC-Test zu der tendenziell stärkeren Betonung von marktstrukturellen Kriterien gegenüber einer überwiegenden Verhaltensbeurteilung bei.

Im Hinblick auf Minderheitsbeteiligungen ist eine Besonderheit des US-amerikanischen Rechts, dass die US Merger Guidelines für horizontale Zusammenschlüsse partielle Akquisitionen explizit nennen: *“When the Agencies determine that a partial acquisition results in effective control of the target firm, or involves substantially all of the relevant assets of the target firm, they analyze the transaction much as they do a merger. Partial acquisitions that do not result in effective control may nevertheless present significant competitive concerns and may require a somewhat distinct analysis from that applied to full mergers or to acquisitions involving effective control. The details of the post-acquisition relationship between the parties, and how those details are likely to affect competition, can be important.”* Bei der Analyse sei anschließend auf drei Effekte abzustellen, die in vergleichsweise vorsichtiger Formulierung jene Komplexe eingrenzen, in denen nach Untersagungstatbeständen bei der Zusammenschlusskontrolle über Minderheitsbeteiligungen zu suchen ist. Zum einen kann eine partielle Akquisition den Wettbewerb reduzieren, wenn die Minderheitsbeteiligung mit Stimmrechten oder spezifischen Rechten zur Benennung von Geschäftsführungsmitgliedern des erworbenen Unternehmens verbunden ist. Hierdurch kann das erworbene Unternehmen durch erwerbende Unternehmen zu einer weniger wettbewerblichen oder mit dem Anteilseigner koordinierten Verhaltensweise bewegt werden. Zum zweiten kann der Wettbewerb dadurch reduziert werden, dass die Anreize zu wettbewerblichem Verhalten bei dem Erwerber von Minderheitsanteilen reduziert werden, da das Erwerberunternehmen an den Verlusten des erworbenen Unternehmens partizipiert. Hier weisen die US Merger Guidelines für horizontale Zusammenschlüsse darauf hin, dass dieser Effekt auch auftreten kann, wenn der Anteilserwerber das Wettbewerbsverhalten des erworbenen Unternehmens ansonsten nicht beeinflussen kann. Schließlich sind drittens noch Effekte zu untersuchen, die aus der Möglichkeit des Anteilserwerbers entstehen, in wettbewerblich sensible Informationen des erworbenen Unternehmens Einblick zu nehmen.

---

<sup>19</sup> Neben der Vereinigten Staaten nutzen auch Kanada, Australien, Neuseeland, Irland und das Vereinigte Königreich SLC als materielles Untersagungskriterium für Zusammenschlussvorhaben.

Sollte Information zudem noch in die umgekehrte Richtung fließen, so kann anschließend auch das Wettbewerbsverhalten des erworbenen Unternehmens koordiniert werden.

#### **IV. Der strategische Einsatz von Minderheitsbeteiligungen bei Fusionsvorhaben**

Minderheitsbeteiligungen können auch eine wettbewerbsschädigende Rolle spielen, wenn sie Teil sequentieller Zusammenschlussvorhaben sind. Unternehmen können einen Anreiz haben, Minderheitsbeteiligungen strategisch zu nutzen, um Fusionsvorhaben genehmigt zu bekommen, die ansonsten, d.h. ohne die Existenz vorheriger Minderheitsbeteiligungen, nicht erlaubt worden wären. Diese Strategie wird als *schleichende Übernahme* bezeichnet.<sup>20</sup> Sie ist sowohl nach europäischem Recht als auch nach deutschem Recht prinzipiell möglich, da Beteiligungen nur dann wesentlich werden, wenn sie ein Kontrollverhältnis begründen. Auch die o.a. Formulierung im amerikanischen Recht lässt nicht eindeutig erkennen, dass schleichende Übernahmen durch sie erfasst werden sollen.

Schleichende Übernahmen sind möglich unter zwei Bedingungen. Zum einen dürfen sie kein Kontrollverhältnis bzw. keinen wettbewerblich erheblichen Einfluss begründen und mithin außerhalb der Zusammenschlusskontrolle liegen. Es müssen also echte Minderheitsbeteiligungen nach der von uns getroffenen Eingrenzung auf wettbewerbsrechtlich relevante Minderheitsbeteiligungen vorliegen. Zum anderen darf die jeweilige Wettbewerbsbehörde die bereits bestehende Minderheitsbeteiligung bei der wettbewerbsökonomischen Beurteilung des zu prüfenden Zusammenschlussvorhabens bei der Betrachtung der ex ante Wettbewerbssituation, d.h. vor der Fusion, nicht berücksichtigen. D.h. aus Sicht der Wettbewerbsbehörde sei bei der Betrachtung der ex ante Wettbewerbssituation unerheblich, ob die Minderheitsbeteiligung vorliegt oder nicht. Wir denken, dass dies in der vorherrschenden Zusammenschlusskontrollpraxis zunehmend wahrscheinlich ist und darauf beruht, dass die zuständige Wettbewerbsbehörde Marktdaten oder Wettbewerbsszenarien für ihre wettbewerbsökonomische Beurteilung der ex ante Wettbewerbssituation heranziehen muss, die den Zeitraum vor dem Eintritt der Minderheitsbeteiligung *nicht* umfassen.

Es ist nicht vorderhand offensichtlich, dass schleichende Übernahmen in der Praxis überhaupt auftreten können. Für den deutschen Rechtsraum stellt § 37 Abs. 2 GWB klar, dass ein Zusammenschluss auch in solchen Fällen vorliegt, in denen Unternehmen bereits vorher zusammengeschlossen waren, es sei denn, der zusätzliche Anteilerwerb führt nicht zu einer wesentlichen Verstärkung der bestehenden Unternehmensverbindung. In der Regel wird eine wesentliche Verstärkung der marktbeherrschenden Stellung gemäß § 37 Abs. 1 Nr. 4 GWB angenommen, wenn eine neue formale Schwelle, etwa die aktienrechtliche Sperrminorität, durch die neu erworbene Beteiligung überschritten wird.<sup>21</sup> Dies suggeriert zunächst, dass alle Übernahmehandlungen zumindest unter die Aufsicht durch das Bundeskartellamt gelangen, sobald unter dem Gesichtspunkt des Kontrollerwerbs als kritisch erachtete Besitzanteilsschwellen erreicht werden.

---

<sup>20</sup> Dieser Punkt wurde von *Jovanovic/Wey*, DICE Discussion Paper No. 102 (2013) herausgestellt.

<sup>21</sup> Vgl. *Zigelski*, Der wettbewerblich erhebliche Einfluss wird 20, WuW 59 12/2009, 1261, 1266.

Die Möglichkeit für schleichende Übernahmen entsteht sodann aus den Erfordernissen der Zusammenschlusskontrollpraxis, die nicht zuletzt durch effektebasierte Untersagungs-begründungen im Rahmen von SIEC/SLC-Kriterien anstelle marktstruktureller Kriterien befördert werden. Gerichtsfeste Untersagungsentscheidungen müssen sich auf ökonomische Beweismittel gründen. Im Wesentlichen werden hierbei stets hypothetische ex post Situationen mit weniger hypothetischen ex ante Situationen verglichen. Je weiter die beiden Vergleichssituationen zeitlich auseinander liegen, desto angreifbarer werden potentiell die Ergebnisse einer solchen Analyse, weil exogene Störfaktoren zunehmend verzerrende Wirkungen entfalten und ggf. nicht zutreffend beherrscht werden können. Es besteht daher zur Wahrung der Rechtssicherheit die Gefahr, dass die Kartellbehörde bei der Beurteilung der ökonomischen Wirkungen eines Zusammenschlusses als Referenzsituation eine zeitlich nähere Situation mit bereits bestehender Minderheitsbeteiligung verwendet als die eigentlich relevante länger entfernte Referenzsituation ohne Minderheitsbeteiligung, und hierdurch die Wettbewerbsbeschädigung als zu gering eingeschätzt wird.

Zur Beschreibung von Funktionsweise und Folgen schleichender Fusionen, unterstellen wir wie bereits zuvor vereinfachend, dass lediglich ein Unternehmen eine Minderheitsbeteiligung an einem seiner Konkurrenten hält und sonst keine Beteiligungsverhältnisse vorliegen. Eine Fusion sei nun gleichbedeutend mit dem Erwerb der vollständigen Kontrolle über das Unternehmen aus der Minderheitsposition heraus. D.h. es entsteht ein neues (fusioniertes) Unternehmen im Markt und es scheidet folglich ein Wettbewerber durch die Fusion aus dem Markt aus.<sup>22</sup> Minderheitsbeteiligungen sollen lediglich die ex ante Wettbewerbssituation in dem betroffenen Markt beeinflussen, die ex post Wettbewerbssituation, d.h. nach der geplanten Fusion, jedoch unberührt lassen. Unternehmen, die einen Zusammenschluss planen, könnten nun einen Anreiz haben, Minderheitsbeteiligungen dazu zu nutzen, die ex ante Wettbewerbssituation zu verschlechtern, so dass die ex post Wettbewerbssituation und mithin der Zusammenschluss an sich unproblematisch erscheinen, da es im Vergleich zwischen der Vollfusion und der Minderheitsbeteiligung zu keiner wesentlichen Änderung der Wettbewerbssituation mehr kommt.

Gelangt man also auf der Basis der letzten Beobachtung zu dem Schluss, einem sukzessiven Ausbau von Anteilen zuzustimmen, weil jeweils keine erhebliche Verschlechterung der Wettbewerbssituation zu konstatieren ist, so birgt dies die Gefahr, dass gesamtgesellschaftlich nachteilige Fusionsvorhaben sukzessive mittels einer schleichenden Fusion durchgehen. Daher können also Fusionen genehmigt werden, die z.B. keine oder nur zu geringe Synergien aufweisen, weil die Anforderung an diese durch die Minderheitsbeteiligung im ex ante Fall strategisch reduziert wurden.<sup>23</sup> Minderheitsbeteiligungen können folglich das Aufkommen von Fehlern erster Ordnung in der Fusionskontrolle, d.h. es werden Fusionen gestattet, obwohl sie wettbewerbsschädlich sind, begünstigen. Es steigt die Chance der Genehmigung

---

<sup>22</sup> Dies ist eine in der einschlägigen ökonomischen Literatur übliche Annahme, vgl. bspw. *Perry/Porter*, *American Economic Review* 75 (1) (1985), 219, *Farrel/Shapiro*, *American Economic Review* 80 (1) (1990), 111 und *Salant/Switzer/Reynolds*, *Quarterly Journal of Economics* 98 (2) (1983), 185.

<sup>23</sup> Zu Synergien in Zusammenschlussverfahren (*Effizienzverteidigung*) ist zu bemerken, dass diese nur dann auf die Beurteilung der ökonomischen Folgen eines Zusammenschlusses Einfluss haben, wenn zum einen der Zusammenschluss für sie ursächlich ist und sie gleichzeitig nicht auf anderem Wege als durch den Zusammenschluss zu realisieren sind, und zum anderen sichergestellt ist, dass sie in Form von niedrigeren Preisen zeitnah und dauerhaft an die Konsumenten weitergegebene werden.

von Zusammenschlussvorhaben im Allgemeinen und es werden an einem Zusammenschluss interessierte Unternehmen zu wettbewerbsschädigendem strategischen Verhalten eingeladen.<sup>24</sup>

## V. Zusammenfassung und Ausblick

Minderheitsbeteiligungen finden in der Fusionskontrolle bisher zu geringe Beachtung. Zusammenschlusstatbestand auf europäischer Ebene ist grundsätzlich der Kontrollerwerb, die Zusammenschlussfolgenbeurteilung erfolgt nach dem Konzept des „*significant impediment of effective competition*“ (SIEC). In das deutsche Wettbewerbsrecht wurde der SIEC-Test mit der achten GWB-Novelle offiziell eingeführt. Neben Versuchen, Minderheitsbeteiligungen im Rahmen kollektiver Marktbeherrschung zu berücksichtigen, wird in Deutschland dem wettbewerblich erheblichen Einfluss des § 37 Abs. 1 Nr. 4 GWB die Fähigkeit zugesprochen, auch solche kritischen Fälle in die Zusammenschlusskontrolle zu verweisen, in denen aufgrund von Eigentumsverhältnissen alleine noch nicht von einer Kontrolle über das anteilig erworbene Unternehmen ausgegangen werden kann. Jedoch sind auch hier die Kriterien bislang dergestalt, dass ein de facto Kontrollerwerb durch andere Umstände nachgewiesen werden muss, damit eine Minderheitsbeteiligung den Zusammenschlusstatbestand erfüllt. Diese Situation ist problematisch.

Wir argumentieren, dass Minderheitsbeteiligungen wegen ihrer unilateralen Wirkungen kritisch sind und dass die bestehende Fusionskontrollpraxis sie zu leicht übersieht. Die Fusionskontrolle beschränkt sich aus Gründen der Rechtssicherheit und mit der zunehmenden Bedeutung von am Einzelfall anstatt an grundsätzlicher Erwägung ausgelegter ökonomischer Nachweismethodik auf vergleichsweise kurze Betrachtungszeiträume in die Vergangenheit. Dies birgt bei der Abwägung die Gefahr von Fehlern erster Ordnung, nämlich die Genehmigung von Fusionen, die bei vollständiger Betrachtung als wettbewerbsschädlich hätten untersagt werden müssen. Insbesondere werden schleichende Übernahmen als eine strategische Möglichkeit der zusammenschlussbeteiligten Unternehmen durch die gängige Praxis in einem zu geringen Maße gewürdigt.

Wir plädieren daher für eine stärkere Berücksichtigung von Minderheitsbeteiligungen in der Fusionskontrolle. Wir schlagen eine explizite Berücksichtigung vor, wie sie schon auf rudimentärem Wege in den USA erfolgt. Nur im Unterschied zu den amerikanischen Fusionsrichtlinien, die auf die wettbewerbsschädlichen Effekte von Minderheitsbeteiligungen lediglich hinweisen und empfehlen, diese bei der isolierten Analyse von Minderheitsbeteiligungen in Betracht zu ziehen, sollte die wettbewerbsrechtliche Genehmigungen einer Minderheitsbeteiligung in Deutschland und Europa nicht nur daran geknüpft sein, ob sie selbst zu einer signifikanten Einschränkung des Wettbewerbs führt, sondern ebenso davon abhängig gemacht werden, welchen Anreiz die beteiligten

---

<sup>24</sup> Jovanovic/Wey, DICE Discussion Paper No. 102 (2013) verdeutlichen diesen Umstand anhand des Zusammenhangs zwischen (ex ante) Minderheitsbeteiligungen und (ex post) Synergien, welche (annahmegemäß) durch die Fusion entstehen. Dabei zeigen sie, dass die Anforderungen an die (Höhe der) Synergien abnehmen je höher die Minderheitsbeteiligungen im ex ante Fall sind.

Unternehmen fortan haben, im Anschluss die Minderheitsbeteiligung weiter aufzustocken oder vollständig zu fusionieren.

## **Summary**

Minority shareholdings may exhibit adverse welfare effects, as they induce the acquiring firm to behave less aggressively when setting prices or output. We argue that current antitrust law as well as merger control practice invites sneaky takeovers: As antitrust authorities increasingly base their decisions on econometric forensics, there are incentives for companies to exploit its deficiencies and use minority shareholdings prior to a merger to get a full merger approved step-by-step, which would have been blocked otherwise. In line with the current consultation process at the EU level, we therefore oppose the control criterion still predominant in German and European merger control. Moreover, in order to account for sneaky takeovers we propose to take firms' incentives to fully merge into account when deciding whether or not minority shareholdings should be approved.

## BISHER ERSCHIENEN

- 61 Coenen, Michael und Jovanovic, Dragan, Minderheitsbeteiligungen in der Zusammenschlusskontrolle: Zeigen schleichende Übernahmen auf eine Schutzlücke?, Juli 2014.  
Erscheint in: Wirtschaft und Wettbewerb.
- 60 Mahlich, Jörg, Sindern, Jörn und Suppliet, Moritz, Vergleichbarkeit internationaler Arzneimittelpreise: Internationale Preisreferenzierung in Deutschland durch das AMNOG, Mai 2014.
- 59 Watanabe, Kou, Optimale Rahmenbedingungen in der wirtschaftspolitischen Beratung: Vier Konzepte als institutionelle Ergänzung, Mai 2014.
- 58 Haucap, Justus, Normann, Hans-Theo, Benndorf, Volker und Pagel, Beatrice, Das Rundfunkbeitragsaufkommen nach der Reform des Rundfunkfinanzierungsmodells, Februar 2014.
- 57 Bataille, Marc und Hösel, Ulrike, Energiemarkteffizienz und das Quotenmodell der Monopolkommission, Februar 2014.  
Erschienen in: Zeitschrift für neues Energierecht. (ZNER), 18 (2014), S. 40-44.
- 56 Haucap, Justus und Thomas, Tobias, Wissenschaftliche Politikberatung: Erreicht der Rat von Ökonomen Politik und Öffentlichkeit?, Januar 2014.  
Erschienen in Wirtschaftsdienst, 94 (2014), S. 180-186.
- 55 Haucap, Justus und Pagel, Beatrice, Ausbau der Stromnetze im Rahmen der Energiewende: Effizienter Netzausbau und effiziente Struktur der Netznutzungsentgelte, Januar 2014.  
Erschienen in: List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, 39 (2013), S. 235-254.
- 54 Coenen, Michael und Haucap, Justus, Krankenkassen und Leistungserbringer als Wettbewerbsakteure, Januar 2014.  
Erschienen in: D. Cassel, K. Jacobs, C. Vauth & J. Zerth (Hrsg.), Solidarische Wettbewerbsordnung, Verlag medhochzwei: Heidelberg 2014, S. 259-282.
- 53 Coenen, Michael und Haucap, Justus, Kommunal- statt Missbrauchsaufsicht: Zur Aufsicht über Trinkwasserentgelte nach der 8. GWB-Novelle, Dezember 2013.  
Erschienen in: Wirtschaft und Wettbewerb, 64 (2014), S. 356-363.
- 52 Böckers, Veit, Haucap, Justus und Jovanovic, Dragan, Diskriminierende Gebotsbeschränkungen im deutschen Großhandelsmarkt für Strom: Eine wettbewerbsökonomische Analyse, November 2013.
- 51 Haucap, Justus, Braucht Deutschland einen Kapazitätsmarkt für eine sichere Stromversorgung?, November 2013.  
Erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 62 (2013), S. 257-269.
- 50 Haucap, Justus und Kühling, Jürgen, Systemwettbewerb durch das Herkunftslandprinzip: Ein Beitrag zur Stärkung der Wachstums- und Wettbewerbsfähigkeit in der EU? – Eine ökonomische und rechtliche Analyse, September 2013.  
Erschienen in: W. Kaal, M. Schmidt und A. Schwartze (Hrsg.), Festschrift zu Ehren von Christian Kirchner: Recht im ökonomischen Kontext, Mohr Siebeck: Tübingen 2014, S. 799-815.

- 49 Haucap, Justus, Heimeshoff, Ulrich, Klein, Gordon J., Rickert, Dennis und Wey, Christian, Die Bestimmung von Nachfragemacht im Lebensmitteleinzelhandel: Theoretische Grundlagen und empirischer Nachweis, September 2013. Erscheint in: *Wirtschaft und Wettbewerb*.
- 48 Haucap, Justus, Heimeshoff, Ulrich, Klein, Gordon J., Rickert, Dennis und Wey, Christian, Wettbewerbsprobleme im Lebensmitteleinzelhandel, September 2013. Erschienen in: P. Oberender (Hrsg.), *Wettbewerbsprobleme im Lebensmitteleinzelhandel*, Duncker & Humblot: Berlin 2014, S. 11-38.
- 47 Falck, Oliver, Haucap, Justus, Kühling, Jürgen und Mang, Constantin, Alles Regulierung oder was? – Die Bedeutung der Nachfrageseite für eine wachstumsorientierte Telekommunikationspolitik, August 2013. Erschienen in: *ifo Schnelldienst*, 66/15 (2013), S. 42-46.
- 46 Haucap, Justus und Mödl, Michael, Entwickeln sich wirtschaftswissenschaftliche Forschung und Politikberatung auseinander? – Warum engagieren sich nicht mehr ökonomische Spitzenforscher in der Politikberatung?, Juli 2013. Erschienen in: *Wirtschaftsdienst*, 93 (2013), S. 507-511.
- 45 Neyer, Ulrike und Vieten, Thomas, Die neue europäische Bankenaufsicht – eine kritische Würdigung, Juli 2013. Erscheint in: *Credit and Capital Markets* (früher: *Kredit und Kapital*).
- 44 Haucap, Justus und Kehder, Christiane, Suchmaschinen zwischen Wettbewerb und Monopol: Der Fall *Google*, Juni 2013. Erschienen in: R. Dewenter, J. Haucap & C. Kehder (Hrsg.), *Wettbewerb und Regulierung in Medien, Politik und Märkten: Festschrift für Jörn Kruse zum 65. Geburtstag*, Nomos-Verlag: Baden-Baden 2013, S. 115-154.
- 43 Dewenter, Ralf und Heimeshoff, Ulrich, Neustrukturierung der öffentlich-rechtlichen Fernsehlandschaft: Theoretische Hintergründe und Reformoptionen, Juni 2013. Erschienen in: R. Dewenter, J. Haucap & C. Kehder (Hrsg.), *Wettbewerb und Regulierung in Medien, Politik und Märkten: Festschrift für Jörn Kruse zum 65. Geburtstag*, Nomos-Verlag: Baden-Baden 2013, S. 225-260.
- 42 Coppik, Jürgen, Wirkungen einer Einführung des Konzeptes der vermeidbaren Kosten auf die Endverbraucher, Juni 2013. Erschienen in: *Netzwirtschaften & Recht*, 11 (2014), S. 20-30.
- 41 Haucap, Justus und Heimeshoff, Ulrich, Vor- und Nachteile alternativer Allokationsmechanismen für das 900- und 1800-MHz-Frequenzspektrum, März 2013. Erschienen in: *List-Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik*, 39 (2013), S. 71-90.
- 40 Haucap, Justus und Mödl, Michael, Zum Verhältnis von Spitzenforschung und Politikberatung. Eine empirische Analyse vor dem Hintergrund des Ökonomenstreits, März 2013. Erschienen in: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 14 (2013), S. 346-378.
- 39 Böckers, Veit, Coenen, Michael und Haucap, Justus, Stellungnahme zu: Mit mehr Marktwirtschaft die Energiewende aktiv gestalten - Verantwortung für den Energie- und Industriestandort Nordrhein-Westfalen übernehmen, Februar 2013.
- 38 Herr, Annika (Hrsg.), *Beiträge zum Wettbewerb im Krankenhaus- und Arzneimittelmarkt - Band 2: Arzneimittel*, Januar 2013.
- 37 Herr, Annika (Hrsg.), *Beiträge zum Wettbewerb im Krankenhaus- und Arzneimittelmarkt - Band 1: Krankenhäuser*, Januar 2013.

- 36 Dewenter, Ralf und Haucap, Justus, Ökonomische Auswirkungen der Einführung eines Leistungsschutzrechts für Presseinhalte im Internet (Leistungsschutzrecht für Presseverleger), Januar 2013.
- 35 Coenen, Michael und Haucap, Justus, Ökonomische Grundlagen der Anreizregulierung, November 2012.  
Erschienen in: Bernd Holznagel und Rainer Schütz (Hrsg.), AregV, Anreizregulierungsverordnung, Kommentar, Beck: München 2013, S. 48-67.
- 34 Coenen, Michael und Haucap, Justus, Stellungnahme zum Entwurf des Gesetzes zur Förderung des Mittelstandes in Nordrhein-Westfalen (Mittelstandsförderungsgesetz), November 2012.
- 33 Haucap, Justus und Kühling, Jürgen, Zeit für eine grundlegende Reform der EEG-Förderung - das Quotenmodell, November 2012.  
Erschienen in: Energiewirtschaftliche Tagesfragen, 63/3 (2013), S. 41-49.
- 32 Haucap, Justus, Wie lange hält Googles Monopol?, November 2012.  
Erschienen in: MedienWirtschaft: Zeitschrift für Medienmanagement und Kommunikationsökonomie, 9 (2012), S. 40-43.
- 31 Herr, Annika, Rationalisierung und Wettbewerb im Arzneimittelmarkt, Oktober 2012.  
Erschienen in: List-Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, 39 (2013), S. 163-181.
- 30 Smeets, Heinz-Dieter, Zum Stand der Staatsschuldenkrise in Europa, Oktober 2012.  
Erschienen in: Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften, 63 (2012), S.125-169.
- 29 Barth, Anne-Kathrin und Heimeshoff, Ulrich, Der angemessene Kostenmaßstab für Terminierungsentgelte - „Pure LRIC“ vs. „KeL“, September 2012.  
Erschienen in: List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, 40 (2014), S. 65-88.
- 28 Haucap, Justus, Eine ökonomische Analyse der Überwälzbarkeit der Kernbrennstoffsteuer, September 2012.  
Erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 61 (2012), S. 267-283.
- 27 Haucap, Justus, Lange, Mirjam R. J. und Wey, Christian, Nemo Omnibus Placet: Exzessive Regulierung und staatliche Willkür, Juli 2012.  
Erschienen in: T. Theurl (Hrsg.), Akzeptanzprobleme der Marktwirtschaft: Ursachen und wirtschaftspolitische Konsequenzen, Duncker & Humblot: Berlin 2013, S. 145-167.
- 26 Bataille, Marc, Die Anwendung theoretischer Wettbewerbskonzepte auf den Busliniennahverkehr, Mai 2012.  
Erschienen in: List-Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, 38 (2012), S. 56-99.
- 25 Haucap, Justus, Tarifeinheit nicht durch Gesetz verankern, Mai 2012.  
Erschienen in: Wirtschaftsdienst, 92 (2012), S. 299-303.
- 24 Böckers, Veit, Giessing, Leonie, Haucap, Justus, Heimeshoff, Ulrich und Rösch, Jürgen, Braucht Deutschland einen Kapazitätsmarkt für Kraftwerke? Eine Analyse des deutschen Marktes für Stromerzeugung, Januar 2012.  
Erschienen in: Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, 81 (2012), S. 73-90.
- 23 Haucap, Justus und Heimeshoff, Ulrich, Sind Moscheen in Deutschland NIMBY-Güter?, Januar 2012.  
Erschienen in: R. Schomaker, C. Müller, A. Knorr (Hrsg.), Migration und Integration als wirtschaftliche und gesellschaftliche Ordnungsprobleme, Lucius & Lucius: Stuttgart 2012, S. 163-184.

- 22 Haucap, Justus und Klein, Gordon J., Einschränkungen der Preisgestaltung im Einzelhandel aus wettbewerbsökonomischer Perspektive, Januar 2012.  
Erschienen in: D. Ahlert (Hrsg.), Vertikale Preis- und Markenpflege im Kreuzfeuer des Kartellrechts, Gabler Verlag: Wiesbaden 2012, S. 169-186.
- 21 Wey, Christian, Nachfragemacht im Handel, Dezember 2011.  
Erschienen in: FIW (Hrsg.), Schwerpunkte des Kartellrechts 2009/2010: Referate des 37. und 38. FIW-Seminars, Carl Heymanns Verlag: Köln 2011, S. 149-160.
- 20 Smeets, Heinz-Dieter, Staatsschuldenkrise in Europa - Ist die Finanzierung der Schuldnerländer alternativlos?, November 2011.  
Erschienen in: Dialog Handwerk, Nordrhein-Westfälischer Handwerkstag, 2 (2011).
- 19 Haucap, Justus, Steuern, Wettbewerb und Wettbewerbsneutralität, Oktober 2011.  
Erschienen in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 13 (2012), S. 103-115.
- 18 Bräuninger, Michael, Haucap, Justus und Muck, Johannes, Was lesen und schätzen Ökonomen im Jahr 2011?, August 2011.  
Erschienen in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 12 (2011), S. 339-371.
- 17 Coenen, Michael, Haucap, Justus, Herr, Annika und Kuchinke, Björn A., Wettbewerbspotenziale im deutschen Apothekenmarkt, Juli 2011.  
Erschienen in: ORDO – Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, 62 (2011), S. 205-229.
- 16 Haucap, Justus und Wenzel, Tobias, Wettbewerb im Internet: Was ist online anders als offline?, Juli 2011.  
Erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 60 (2011), S. 200-211.
- 15 Gersdorf, Hubertus, Netzneutralität: Regulierungsbedarf?, Juli 2011.  
Erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 60 (2011), S. 187-199.
- 14 Kruse, Jörn, Ökonomische Grundlagen des Wettbewerbs im Internet, Juli 2011.  
Erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 60 (2011), S. 175-186.
- 13 Coenen, Michael, Haucap, Justus und Herr, Annika, Regionalität: Wettbewerbliche Überlegungen zum Krankenhausmarkt, Juni 2011.  
Erschienen in: J. Klauber et al. (Hrsg.), Krankenhausreport 2012, Schattauer: Stuttgart 2012, S. 149-163.
- 12 Stühmeier, Torben, Das Leistungsschutzrecht für Presseverleger: Eine ordnungspolitische Analyse, Juni 2011.  
Erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 61 (2012), S. 82-102.
- 11 Haucap, Justus und Coenen, Michael, Mehr Plan- als Marktwirtschaft in der energiepolitischen Strategie 2020 der Europäischen Kommission, April 2011.  
Erschienen in: D. Joost, H. Oetker, M. Paschke (Hrsg.), Festschrift für Franz Jürgen Säcker zum 70. Geburtstag, Verlag C. H. Beck: München 2011, S. 721-736.
- 10 Göddeke, Anna, Haucap, Justus, Herr, Annika und Wey, Christian, Stabilität und Wandel von Arbeitsmarktinstitutionen aus wettbewerbsökonomischer Sicht, März 2011.  
Erschienen in: Zeitschrift für Arbeitsmarktforschung, 44 (2011), S. 143-154.
- 09 Haucap, Justus, Steuerharmonisierung oder Steuerwettbewerb in Europa?, Dezember 2010.  
Erschienen in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 64 (2011), S. 25-28.

- 08 Haucap, Justus, Eingeschränkte Rationalität in der Wettbewerbsökonomie, Dezember 2010.  
Erschienen in: H. Michael Piper (Hrsg.), Neues aus Wissenschaft und Lehre. Jahrbuch der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf 2010, Düsseldorf University Press: Düsseldorf 2011, S. 495-507.
- 07 Bataille, Marc und Coenen, Michael, Zugangsentgelte zur Infrastruktur der Deutsche Bahn AG: Fluch oder Segen durch vertikale Separierung?, Dezember 2010.  
Erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 60 (2011), S. 370-388.
- 06 Normann, Hans-Theo, Experimentelle Ökonomik für die Wettbewerbspolitik, Dezember 2010.  
Erschienen in: H. Michael Piper (Hrsg.), Neues aus Wissenschaft und Lehre. Jahrbuch der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf 2010, Düsseldorf University Press: Düsseldorf 2011, S. 509-522.
- 05 Baake, Pio, Kuchinke, Björn A. und Wey, Christian, Wettbewerb und Wettbewerbsvorschriften im Gesundheitswesen, November 2010.  
Erschienen in: Björn A. Kuchinke, Thorsten Sundmacher, Jürgen Zerth (Hrsg.), Wettbewerb und Gesundheitskapital, DIBOGS-Beiträge zur Gesundheitsökonomie und Sozialpolitik, Universitätsverlag Ilmenau: Ilmenau 2010, S. 10-22.
- 04 Haucap, Justus, Heimeshoff, Ulrich und Stühmeier, Torben, Wettbewerb im deutschen Mobilfunkmarkt, September 2010.  
Erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 60 (2011), S. 240-267.
- 03 Haucap, Justus und Coenen, Michael, Industriepolitische Konsequenzen der Wirtschaftskrise, September 2010.  
Erschienen in: Theresia Theurl (Hrsg.), Wirtschaftspolitische Konsequenzen der Finanz- und Wirtschaftskrise, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Band 329, Duncker & Humbolt: Berlin 2010, S. 57-84.
- 02 Haucap, Justus, Heimeshoff, Ulrich und Uhde, Andre, Zur Neuregulierung des Bankensektors nach der Finanzkrise: Bewertung der Reformvorhaben der EU aus ordnungspolitischer Sicht, September 2010.  
Erschienen in: Albrecht Michler, Heinz-Dieter Smeets (Hrsg.), Die aktuelle Finanzkrise: Bestandsaufnahme und Lehren für die Zukunft, Lucius & Lucius: Stuttgart 2011, S. 185 -207.
- 01 Haucap, Justus und Coenen, Michael, Regulierung und Deregulierung in Telekommunikationsmärkten: Theorie und Praxis, September 2010.  
Erschienen in: Stefan Bechtold, Joachim Jickeli, Mathias Rohe (Hrsg.), Recht, Ordnung und Wettbewerb: Festschrift zum 70. Geburtstag von Wernhard Möschel, Nomos Verlag: Baden-Baden 2011, S. 1005-1026.

**Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf**

**Düsseldorfer Institut für  
Wettbewerbsökonomie (DICE)**

Universitätsstraße 1\_ 40225 Düsseldorf  
[www.dice.hhu.de](http://www.dice.hhu.de)