

Aus Wettbewerbsicht erscheint der Erwerb einer Minderheitsbeteiligung an einer Firma, im Gegensatz zu Mehrheitsbeteiligungen, auf den ersten Blick unbedenklich. Ökonomische Analyse zeigt jedoch, dass Minderheitsbeteiligungen unter bestimmten Voraussetzungen schwerwiegende Wettbewerbsbedenken hervorrufen können. In der Vergangenheit widmete die Europäische Fusions- und Wettbewerbspolitik Minderheitsbeteiligungen nur wenig Aufmerksamkeit und wenn sie es tat, dann war ihr Ansatz relativ *ad hoc* und unwissenschaftlich (z.B. bei der Analyse von „strukturellen Verbindungen“ in Untersuchungen zu gemeinsamer Marktbeherrschung). Vor kurzem deutete die Kommission jedoch an, dass sie sich in Zukunft genauer für Minderheitsbeteiligungen interessieren werde.¹ Dies könnte strengere Wettbewerbsuntersuchungen unter Artikel 81 und 82 der Fusionsregulierung bedeuten.² In der jüngst angestrebten Fusion von *Stream TV* und *Telepiù* in Italien führte z.B. eine Minderheitsbeteiligung von *Telecom Italia* zu Vorbehalten der Kommission bezüglich des zukünftigen Wettbewerbs bei der Bereitstellung von pay-TV Dienstleistungen.³

Diese Neuorientierung bringt den Europäische Ansatz auf eine Linie mit dem in den USA. Die US Behörden zeigten schon immer ein starkes Interesse an Akquisitionen von Minderheitsbeteiligungen, die keine Kontrollanteile darstellen. Viele Fälle werden einer genauen Untersuchung unterzogen und oft mit der Auflage an Firmen verbunden, die Beteiligung als rein passive Finanzinvestition anzusehen (wodurch z.B. ein Sitz im Board ausgeschlossen wird) oder sogar die Anteile zu veräußern.

Potentielle Auswirkungen von Minderheitsanteilen

Das gesteigerte Interesse der Kommission an Minderheitsbeteiligungen kann weitreichende Auswirkungen für Firmen haben: Wettbewerbsbedenken können entstehen, selbst wenn kein direkter Erwerb eines Minderheitsanteils vorliegt – z.B. wenn ein Übernahmeziel Anteile an einem Wettbewerber hält oder an einem konkurrierenden Joint Venture beteiligt ist. Durch Querbeteiligungen beinhalten Minderheitsbeteiligungen oft Elemente der Gegenseitigkeit – entweder direkt (z.B. A hält Anteile an B, und B an A) oder indirekt (z.B. A hält Anteile an B und C, die Konkurrenten sind). Dieses Wettbewerbsmemo konzentriert sich auf die Analyse potentieller wettbewerbschädigender Auswirkungen von Minderheitsbeteiligungen. Wie in der Fusionsanalyse, sollte zwischen unilateralen Anreizen bei der Preisgestaltung einerseits und der Vereinfachung von Koordination zwischen Konkurrenten andererseits unterschieden werden.

¹ Vgl. z.B. Moavero, Milanesi und Winterstein, *Minority Shareholdings, Interlocking Directorship and the EC Competition Rules*, Competition Policy Newsletter, Februar 2002.

² Neuere Fälle, in denen Minderheitsbeteiligungen eine Rolle spielten waren z.B. *Volvo/Renault*, *Allianz/Dresdner* und *Nordbanken/Postgirot*. Die Britische Wettbewerbskommission blockierte vor kurzem die Übernahme von *Manchester United Football Club* durch *BSkyB* aufgrund von verwandten Wettbewerbsbedenken durch Minderheitsbeteiligungen: „Toehold ownership“.

³ *Lexecon* beriet *Newscorp* und *Stream TV* bei ihrer Übernahme von *Telepiù* (Fall M.2876).

Unilaterale Effekte:Eigentum, Anreize und Kontrolle

Allgemein verringert das Eigentum an Anteilen an einem Wettbewerber den Anreiz, aggressiv mit diesem zu konkurrieren. Angenommen Firma A will einen Anteil von 30% an ihrer Konkurrentin B erwerben. Vor der Transaktion wäre eine einseitige Preiserhöhung für A nur dann rentabel, wenn das zusätzliche Einkommen durch den höheren Preis den Umsatzverlust an Wettbewerber B übersteigt. Nach der Transaktion hat A jedoch zusätzlich zu ihren eigenen Gewinnen einen Anspruch auf 30% der Gewinne von B. Dies macht einen einseitigen Preisanstieg für A attraktiver, da nun 30% der Gewinne, die A an B „verliert“ wieder an A zurückfließen.

Eine Minderheitsbeteiligung von A an B führt somit dazu, dass sich A bei ihrer Preissetzung weniger um den Verlust von Kunden an B sorgt, und deshalb gewillter ist, Preise anzuheben. Dieselbe Logik kann auf komplexere Fälle angewendet werden, in denen z.B. A nicht in direktem Wettbewerb mit B steht, jedoch die Konkurrentin C von B kontrolliert. Der Erwerb von Anteilen von A an B führt dazu, dass C bei ihren rationalen Preisentscheidungen den Effekt auf B berücksichtigt.

Wie stark dieser Effekt ist hängt in der Praxis ab von der Größe der Minderheitsbeteiligung, dem Marktanteil der Übernahmeziels, der Substituierbarkeit der Produkte von A und B (und somit dem Grad zu dem ein Preisanstieg von A zu einer Erhöhung der Nachfrage für B führt) und den variablen Kosten von A und B.

Die potentiellen Wettbewerbsauswirkungen werden auch davon beeinflusst, inwieweit der Minderheitsaktionär die Zielfirma kontrollieren kann. Dies wirft die Frage auf, wie die Preisauswirkungen einer spezifischen Transaktion in der Praxis quantifiziert werden können.

Quantifizierung unilateraler Auswirkungen

Ein einfacher Ansatz zur Messung wäre die Modifizierung traditioneller Konzentrationsindizes. So könnte z.B. der Herfindahl-Hirschmann-Index (HHI) – d.h. die Summe der quadrierten Marktanteile aller Marktteilnehmer – angepasst werden, um die Tatsache zu berücksichtigen, dass bei gegebener Verteilung der Marktanteile, Minderheitsbeteiligungen zu einer Erhöhung der Marktmacht führen können. Da der Effekt von Minderheitsanteilen von der Verteilung der Kontrollrechte abhängt, würde der Index dann je nach Verteilung der Minderheitsanteile unterschiedlich ausfallen. Modifizierte Indizes können jedoch ebenso wie der HHI bestenfalls der Vorauswahl der Fälle dienen, die aus Wettbewerbsicht unbedenklich sind.

Unter Umständen ist es möglich, unilaterale Preiseffekte durch Minderheitsbeteiligungen präziser zu bewerten. Wie im Fall von vollwertigen Fusionen, können spezifische Auswirkungen von Minderheitsbeteiligungen auf das Marktgleichgewicht simuliert werden. Es ist somit im Prinzip möglich, eine Oligopolmodell zu entwickeln, das Gewinnbeteiligungen and Wettbewerbern berücksichtigt, und es an Hand der vorliegenden Marktgegebenheiten zu kalibrieren (in erster Linie mit Hilfe der tatsächlichen Marktanteile und der Eigentums- und Kontrollstruktur).

Lexecon führte vor kurzem eine solche Analyse in einem Fall durch, in dem gegenseitige Minderheitsbeteiligungen zwischen Mutterfirmen in einer Bedarfsgüterindustrie vorlagen. Das

Modell ermöglichte es, die Auswirkungen des angestrebten Erwerbs eines Minderheitsanteils auf die Produktion im Marktgleichgewicht zu schätzen. Unter Berücksichtigung der möglichen Effizienzgewinne durch eine Umschichtung der Produktion von Produktionseinheiten mit hohen Kosten zu solchen mit niedrigen Kosten sagte das Modell voraus, dass die Transaktion keinen signifikanten Einfluss auf die Gleichgewichtsproduktion und somit das Preisniveau hat – und somit keine gerechtfertigten Wettbewerbsvorbehalte vorliegen. Mit dem gleichen Modell ist es möglich, den Effekt *bestehender* Beteiligungen auf das Marktgleichgewicht relativ zu einer Situation ohne Minderheitsbeteiligungen zu bewerten. Obwohl in diesem Markt ein Netzwerk aus Minderheitsbeteiligungen zwischen einer Reihe von Wettbewerbern vorliegt, ist der geschätzte Effekt auf die gesamte Industrieproduktionsmenge gering. Die gleichen Methoden können auf die Gegebenheiten in anderen Industrie angepasst und angewendet werden – z.B. wenn Kapazitätsbeschränkungen vorliegen oder die Produkte differenziert sind.

Koordinierte Effekte

Eine von unilateralen Effekten getrennte Frage ist, inwieweit (möglicherweise gegenseitige) Minderheitsbeteiligungen stillschweigenden Koordination zwischen Konkurrenten erleichtern.

Im Sinne des Urteils des Gerichts erster Instanz der EU im Fall *Airtours* können Wettbewerbsbehörden nicht lediglich auf die Existenz solcher Beteiligungen hinweisen und daraus automatisch eine erhöhte Interessenkonvergenz oder einen erhöhten Kontakt zwischen den Parteien ableiten. Stattdessen müssen die Behörden sorgfältig und detailliert die Auswirkungen der Beteiligungen auf Anreize und auf den Informationsfluss untersuchen.

Es gibt zwei grundsätzliche Möglichkeiten: Erstens können sich Beteiligungen (wie im Fall unilateraler Effekte) direkt auf die Gewinne der Firmen auswirken und die Anreize für Abweichungen von der Koordination und für Sanktionsmaßnahmen verändern, was potentiell zu einem höheren Grad an Kollusion führen kann. Zweitens können Beteiligungen den Informationsfluss verbessern, wodurch die explizite oder implizite Verständigung auf eine Koordinationsstrategie und die Überwachung einer solchen erleichtert werden kann.

In Bezug auf den direkten Einfluss von Beteiligungen auf die Anreize für Abweichungen und Sanktionsmechanismen scheint die herkömmliche Überzeugung der Behörden zu sein, dass Koordination durch (besonders gegenseitige) Minderheitsbeteiligungen wahrscheinlicher wird. Ökonomen weisen dahingegen darauf hin, dass gegenläufige Effekte auf die Abweichungs- und zur Bestrafungsanreize vorliegen. Der Nettoeffekt hängt von Details des jeweiligen Falls ab – insbesondere Nachfrage und Kostenstrukturen sowie Grad und Art der Minderheitsbeteiligungen. Des weiteren können zwar gegenseitige symmetrische Minderheitsbeteiligungen Koordination zwischen Firmen erleichtern, dies muss aber nicht der Fall sein. Darüber hinaus kann unter bestimmten Umständen ein einseitiger Minderheitsanteil, der die Asymmetrie zwischen Firmen erhöht, die Wahrscheinlichkeit für Koordination in der Industrie *verringern*.

Allerdings ist die Analyse dieser Effekte selbst in konventionellen Fusionsfällen schwierig und kontrovers. Angesichts der zusätzlichen Komplexität durch Minderheitsbeteiligungen ist es fraglich, ob robuste Schlussfolgerungen in Bezug auf Anreize für Koordination im

Zusammenhang mit Minderheitsbeteiligungen gezogen werden können.

Informationsaustausch

Ein plausiblerer Einwand ist, dass Minderheitsbeteiligungen Kollusion durch einen verbesserten Informationsfluss erleichtern. Die Durchsetzbarkeit stillschweigender Koordination hängt immer von der Verzögerung und der Genauigkeit ab mit der Abweichungen oder Regelverstöße registriert werden können. Darüber hinaus erfordert erfolgreiche Koordination eine „Verständigung“ der Parteien auf die von den Marktteilnehmern zu verfolgende gemeinsame Strategie. Z.B. erhält A durch eine Minderheitsbeteiligung an B möglicherweise Informationen über B's Vorhaben, Kostenstrukturen usw., die sonst nicht zugänglich wären. Inwieweit der Informationsaustausch gefördert wird hängt jedoch offensichtlich von den Details der Beteiligung ab, z.B. ob der Minderheitsaktionär im Board vertreten ist. (Aus diesem Grund bestehen die US-Behörden oft auf eine rein passive Finanzbeteiligung.)

Aber dieses Argument kann zu weit getrieben werden. Wettbewerbsbehörden müssen untersuchen, ob die Beteiligung einen realen Effekt auf den Informationsfluss hat. Im obigen Beispiel ist es fraglich, ob der Erwerb eines Anteils an B, die ihrerseits an einem JV mit C beteiligt ist, den Informationsaustausch zwischen A und C verbessert. Stellt z.B. A's Beteiligung an B und deren JV mit C einen glaubhaften Kanal dar, durch den A Informationen über C extrahieren könnte? Wäre die Entdeckung von Regelverstößen erleichtert, z.B. durch einfachere Kommunikation zwischen den relevanten Managern? Wären die Informationen vertrauenswürdig? Wie in allen Untersuchungen zu gemeinsamer Marktbeherrschung, muss auch dieser Bereich mit der notwendigen Vorsicht analysiert werden.

Schlussfolgerung

Angesichts der Bedeutung, die die Kommission transaktionsspezifischen Effizienzvorteilen zumisst, wird es bei der Analyse von Minderheitsbeteiligungen in Zukunft wichtig sein, die Motivation der Transaktion, d.h. die geschäftlichen Beweggründe genau zu erklären.

Die Intuition, dass Minderheitsbeteiligungen das Potential für stillschweigende Koordination erhöht beruht im wesentlichen auf einem verbesserten Informationsfluss zwischen Wettbewerbern. Diese Mechanismen können im Detail untersucht werden. Es wäre jedoch falsch anzunehmen, dass generell eindeutige Auswirkungen auf die Effektivität von Sanktionsmechanismen abgeleitet werden können.

In Bezug auf unilaterale Effekte sind wettbewerbsschädigende Auswirkungen zwar nicht auszuschließen, ihre Existenz und ihr Ausmaß hängen jedoch empfindlich von der präzisen Eigentumsstruktur ab. Die Komplexität der Analyse wächst mit der Anzahl der Firmen und der Minderheitsbeteiligungen im Markt. Es ist unter Umständen möglich, diese Komplexitäten mit Hilfe eines auf die Industrie maßgeschneiderten Modells zu berücksichtigen und die Richtung und Größe der Effekte einer Veränderung der Eigentumsstruktur auf Produktionsmengen und Preise in der Industrie zu schätzen. Wie immer, wird das Ergebnis jedoch von den Gegebenheiten der Industrie und den Details der Transaktion abhängen.

Cristina Caffarra

April 2003

© CRA International (vor dem Erwerb von Lexecon Ltd durch CRA ursprünglich veröffentlicht von Lexecon Ltd)