

## Kapitel III

# Europäische Unternehmensverflechtungen

---

- 
- 1      **Gegenstand und Ziel der Untersuchung****
  - 2      **Theoretische Grundlagen und empirische Studien****
  - 3      **Datengrundlage****
    - 3.1    Finanz- und Beteiligungsinformationen der ORBIS-Unternehmensdatenbank
    - 3.2    Identifikation von Wertschöpfungsstufen
  - 4      **Lerner-Index als Wettbewerbsmaß****
    - 4.1    Empirische Bestimmung des Lerner-Index
    - 4.2    Empirische Befunde zur Wettbewerbsintensität
  - 5      **Empirische Befunde zur Bedeutung von Minderheitsbeteiligungen****
    - 5.1    Quantitative Bedeutung
    - 5.2    Minderheitsbeteiligungen und Wettbewerbsintensität
    - 5.3    Nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen im Kontext der europäischen Fusionskontrolle
    - 5.4    Wettbewerbsverzerrung durch Minderheitsbeteiligungen?
  - 6      **Die wettbewerbliche Bedeutung institutioneller Investoren****
    - 6.1    Institutionelle Investoren und Minderheitsbeteiligungen
    - 6.2    Anreize zu weniger Wettbewerb durch indirekte Horizontalverflechtungen
    - 6.3    Strategische Einflussnahme institutioneller Investoren
    - 6.4    Institutionelle Stimmrechtsberatung
    - 6.5    Empirische Evidenz
    - 6.6    Fazit und Ausblick
-

## Kurz gefasst

Die im Rahmen des gesetzlichen Auftrages zur Konzentrationsberichterstattung nach § 44 Abs. 1 Satz 1 GWB traditionell in Kapitel II durchgeführte Untersuchung zu den größten Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland ergänzt die Monopolkommission in Kapitel III durch die Untersuchung von europäischen Unternehmensverflechtungen über kapitalmäßige Minderheitsbeteiligungen. Diese grenzübergreifende Perspektive trägt einer zunehmenden Internationalisierung von Beschaffungs- und Absatzmärkten Rechnung. Mit der Untersuchung von Minderheitsbeteiligungen wird ein spezifischer Aspekt der Konzentration wirtschaftlicher Aktivität beleuchtet, dem zuletzt vor allem in zwei Zusammenhängen Bedeutung beigemessen wurde: zum einen im Rahmen der Diskussion zur Rolle institutioneller Investoren für den Wettbewerb zwischen ihren Portfoliounternehmen, die bisher hauptsächlich im US-amerikanischen Kontext geführt wird, zum anderen im Rahmen von Bestrebungen der Europäischen Kommission zur Erweiterung des Anwendungsbereichs der europäischen Fusionskontrollverordnung (FKVO) auf nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen.

Für das XXI. Hauptgutachten hat die Monopolkommission die den empirischen Untersuchungen zugrunde liegende Datenbasis europäischer Unternehmen erweitert und somit die Aussagekraft ihrer Analysen verbessert. Insbesondere hervorzuheben sind in diesem Zusammenhang die zusätzliche Erfassung von nicht börsennotierten Unternehmen sowie von Unternehmen aus nahezu allen Mitgliedstaaten der EU-28 zuzüglich Norwegen und der Schweiz. Des Weiteren wurde die Datenbasis für die Jahre 2012 und 2013 fortgeschrieben. Mit dieser Erweiterung hat sich nicht nur die Repräsentativität der Daten verbessert, sondern ebenso das inhaltliche Analysepotenzial.

Die empirischen Auswertungen zeigen, dass auf europäischer Ebene der Wirtschaftsbereich „Energieversorgung und Umweltdienstleistungen“ den höchsten Verflechtungsgrad aufweist, gefolgt von dem Wirtschaftsbereich „Herstellung pharmazeutischer Erzeugnisse“ sowie vom Wirtschaftsbereich „Bergbau und der Gewinnung von Steinen und Erden“. Unter den drei Wirtschaftsbereichen mit der vergleichsweise niedrigsten Wettbewerbsintensität in Deutschland, gemessen durch ein empirisches Lerner-Maß, sind die Wirtschaftsbereiche „Herstellung pharmazeutischer Erzeugnisse“ und „Bergbau und die Gewinnung von Steinen und Erden“ ebenfalls vertreten. Darüber hinaus ist der Wirtschaftsbereich „Grundstücks- und Wohnungswesen“ vertreten, wobei bezüglich der beiden letztgenannten Wirtschaftsbereiche ein deutlicher Unterschied zur europäischen Ebene auffällt. Ein eindeutiger negativer Zusammenhang zwischen der Verflechtung eines Unternehmens und der Wettbewerbsintensität, der sich ein Unternehmen gegenüber sieht, kann jedoch nicht festgestellt werden. Allenfalls ergeben sich sehr schwache Hinweise auf Input-Abschottungsstrategien durch partielle Rückwärtsintegration.

Bezüglich der Überlegungen zur Erweiterung des Anwendungsbereichs der FKVO auf nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen sieht die Monopolkommission zwar das wettbewerbsverzerrende Potenzial horizontaler und vertikaler nicht-kontrollierender Minderheitsbeteiligungen. Sie entnimmt ihrer empirischen Analyse jedoch keine eindeutigen Anzeichen für wettbewerbsliche Auswirkungen, die einen dringenden Handlungsbedarf nahelegen würden. Damit schließt sich die Monopolkommission der derzeitigen Auffassung der Europäischen Kommission an.

Die Monopolkommission sieht demgegenüber jedoch ein wettbewerbsverzerrendes Potenzial durch indirekte Horizontalbeteiligungen zwischen Portfoliounternehmen desselben Wirtschaftsbereichs über institutionelle Investoren. Hierzu legt die Monopolkommission im vorliegenden Gutachten erstmalig eine Untersuchung vor. Das wettbewerbschädigende Potenzial indirekter horizontaler Verflechtungen verschärft sich durch zusätzliche Faktoren, wie etwa durch eine homogene Interessenlage bei den institutionellen Investoren und eine institutionalisierte Stimmrechtsberatung. Länder- und sektorübergreifende empirische Analysen zur Verbreitung indirekter Horizontalverflechtungen über institutionelle Anleger demonstrieren zudem die quantitative Relevanz derartiger Beteiligungskonzentrationen in Deutschland und Europa. Demnach wäre es zu begrüßen, wenn indirekten Minderheitsbeteiligungen über institutionelle Anleger mehr Aufmerksamkeit auch im Rahmen einer möglichen Fortentwicklung der FKVO auf europäischer Ebene zukäme.

## Europäische Unternehmensverflechtungen

### 1 Gegenstand und Ziel der Untersuchung

**604.** Mit dem vorliegenden Berichtsteil<sup>1</sup> erweitert die Monopolkommission ihre mit dem XVIII. Hauptgutachten begonnene Analyse zu Unternehmensverflechtungen in und zwischen EU-Mitgliedstaaten.<sup>2</sup> Die Untersuchung von kapitalmäßigen Minderheitsbeteiligungen ergänzt die im Rahmen des gesetzlichen Auftrages nach § 44 Abs. 1 Satz 1 GWB traditionell in Kapitel II durchgeführte Untersuchung zu den 100 größten Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland. Zum einen wird mit kapitalmäßigen Minderheitsbeteiligungen ein zusätzlicher Aspekt von Unternehmenskonzentration beleuchtet, zum anderen trägt die grenzübergreifende Perspektive einer zunehmenden Internationalisierung von Beschaffungs- und Absatzmärkten Rechnung. Insgesamt hat die Bedeutung der Konzentration wirtschaftlicher Aktivität seit Beginn der Konzentrationsberichterstattung der Monopolkommission in ihrem ersten Hauptgutachten 1976 keinesfalls an Relevanz für wettbewerbspolitische und wohlfahrtsökonomische Erwägungen eingebüßt. Dies wird insbesondere auch vor dem Hintergrund aktueller Debatten zur Wettbewerbsintensität in den USA deutlich: Der Sachverständigenrat für Wirtschaftsfragen des Präsidenten (CEA) hatte hierzu beispielsweise im April 2016 eine Stellungnahme veröffentlicht, in welcher ein Rückgang der Wettbewerbsintensität in vielen Wirtschaftsbereichen aufgrund zunehmender Unternehmenskonzentration vermutet wird und zur Abhilfe zusätzliche wettbewerbspolitische Maßnahmen gefordert werden.<sup>3</sup> Derartige Tendenzen lassen sich unter Umständen auch auf europäische Volkswirtschaften übertragen, so beschreibt beispielsweise eine aktuelle Studie das verarbeitende Gewerbe in der EU als zunehmend konzentriert und stellt einen Zusammenhang mit der Herausbildung globaler Wertschöpfungsketten her.<sup>4</sup>

**605.** Über den gesetzlichen Auftrag zur Konzentrationsberichterstattung für die Bundesrepublik Deutschland hinaus analysiert die Monopolkommission im vorliegenden Berichtsteil zunächst die allgemeine wettbewerbliche Bedeutung von Unternehmensverflechtungen über Minderheitsbeteiligungen in Europa. Weiterhin geht sie den spezifischen Fragestellungen nach der quantitativen Bedeutung von nicht-kontrollierenden Minderheitsbeteiligungen sowie möglicher wettbewerbsverzerrender Auswirkungen durch Abschottungsstrategien nach. Dies erscheint nicht zuletzt vor dem Hintergrund der Überlegungen der Europäischen Kommission, ihre Zuständigkeit im Rahmen der Fusionskontrolle auf nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen auszuweiten, von wettbewerbspolitischer Relevanz.<sup>5</sup>

**606.** Minderheitsbeteiligungen können allerdings auch dann ein wettbewerbsverzerrendes Potenzial entfalten, wenn Gesellschafter und Zielunternehmen nicht im klassischen Sinne über eine Wertschöpfungskette miteinander verbunden sind. Dies ist dann der Fall, wenn Beteiligungen eines Investors im Rahmen seiner Kapitalanlagestrategie an mehreren Unternehmen innerhalb eines Marktes oder entlang einer Wertschöpfungskette gehalten werden. Eine derartige indirekte Verbindung von Wettbewerbern über Minderheitsbeteiligungen eines oder einiger weniger diversifizierter Investoren könnte die Anreize zu wettbewerbligem Verhalten zwischen den Portfoliounternehmen abschwächen und deren Parallelverhalten fördern. Aus diesem Grunde widmet die Monopolkommission auch diesem Aspekt wirtschaftlicher Konzentration eine eingehendere Untersuchung. Im Fokus stehen hier Beteiligungen relativ großer und stark diversifizierter Investoren – sogenannter institutioneller Investoren – wie etwa Bankengruppen, Versicherungen, Vermögens-

<sup>1</sup> Ausgewählte Ergebnistabellen von Kapitel III werden zusätzlich als Online-Anhang zu diesem Gutachten in elektronischer Form auf der Homepage der Monopolkommission veröffentlicht.

<sup>2</sup> Der Unternehmensbegriff wird im vorliegenden Kapitel grundsätzlich im Sinne des Konzepts einer wirtschaftlichen Einheit verwendet. Im Rahmen der empirischen Analyse kann hiervon allerdings abgewichen werden und als Unternehmen können gleichsam konsolidierte Konzerntöchter bezeichnet werden. Dies ist vor allem dem Umstand geschuldet, dass die empirische Analyse sowohl die Verwendung konsolidierter Konzernabschlüsse als auch unkonsolidierter Teilabschlüsse als Beobachtungseinheiten erfordert.

<sup>3</sup> Council of Economic Advisers, Benefits of Competition and Indicators of Market Power, Issue Brief, April 2016; Vgl. hierzu auch Grullon, G./Larkin, Y./Michaely, R., Are US Industries Becoming More Concentrated?, Arbeitspapier, November 2015 und The Economist, Too much of a good thing, 26.3.2016, S. 21 ff.

<sup>4</sup> Stöllinger, R., Structural change and global value chains in the EU, Empirica, 2016, doi: 10.1007/s10663-016-9349-z.

<sup>5</sup> EU-Kommission, Towards More Effective Merger Control, Commission Staff Working Document, SWD(2013) 239 final vom 25. Juni 2013.

verwalter und Investmentfonds. Bezogen auf Kapitalbeteiligungen von Banken an Nichtbankenunternehmen hat die Monopolkommission bereits in ihrem ersten Hauptgutachten 1973/1975 auf eine wesentliche Konzentrationswirkung in diesem Zusammenhang hingewiesen.<sup>6</sup>

**607.** In ihrem letzten Hauptgutachten hat die Monopolkommission bereits Auswertungen zu personellen Verflechtungen und kapitalmäßigen Minderheitsbeteiligungen in 15 ausgewählten EU-Mitgliedstaaten sowie Norwegen und der Schweiz für den Zeitraum 2005-2011 durchgeführt.<sup>7</sup> Ein Schwerpunkt lag hier unter anderem auf dem Zusammenhang zwischen personellen Verflechtungen und der Innovationstätigkeit von Unternehmen. Für das XXI. Hauptgutachten hat die Monopolkommission die zugrunde liegende Datenbasis erweitert und somit die Aussagekraft ihrer Analysen verbessert. Insbesondere hervorzuheben sind in diesem Zusammenhang die zusätzliche Erfassung von nicht börsennotierten Unternehmen sowie von Unternehmen aus allen Mitgliedstaaten der EU-28 zuzüglich Norwegen und der Schweiz. Des Weiteren wurde die Datenbasis für die Jahre 2012 und 2013 fortgeschrieben. Z. B. stehen für Deutschland für die Analysen im XXI. Hauptgutachten, für den Zeitraum 2006-2013, nunmehr rund 520.000 Unternehmensabschlüsse von rund 130.000 Unternehmen und Konzernen auf konsolidierter Ebene zur Verfügung, wohingegen es im XX. Hauptgutachten für den Zeitraum 2005-2011 lediglich 695 Unternehmen waren. Mit dieser Erweiterung hat sich nicht nur die Repräsentativität der Daten verbessert, sondern gleichsam das inhaltliche Analysepotenzial. So wurde beispielsweise die differenzierte Untersuchung wettbewerblicher Auswirkungen von Minderheitsbeteiligungen erst durch die Identifikation einer hinreichenden Fallzahl ermöglicht.

**608.** Mit ihren allgemeinen Untersuchungen zur wettbewerblichen Relevanz von kapitalmäßigen Unternehmensverflechtungen ermöglicht die Monopolkommission einen breiten Überblick zu diesem Aspekt der Konzentration wirtschaftlicher Aktivität. Konkrete wettbewerbspolitische Handlungsempfehlungen lassen sich allein auf dieser Grundlage jedoch nicht ableiten. Vorrangiger Grund hierfür ist die fehlende Möglichkeit einer angemessenen Abgrenzung wettbewerblich relevanter Märkte in sachlicher sowie räumlicher Hinsicht. Vielmehr versteht die Monopolkommission ihre branchenübergreifenden Analysen – wie auch die Berichterstattung zu den 100 größten Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland – als Komplement zu ihren detaillierten branchenspezifischen Untersuchungen.

**609.** Das Kapitel ist wie folgt aufgebaut: In Gliederungspunkt 2 werden zunächst die theoretischen Annahmen sowie die Ergebnisse verfügbarer empirischer Studien zu den wettbewerbsrelevanten ökonomischen Auswirkungen von Minderheitsbeteiligungen zusammengefasst. In Abschnitt 3 werden die Datengrundlage und einzelne Schritte der Datenaufbereitung beschrieben. In Abschnitt 4 wird das verwendete Wettbewerbsmaß im Allgemeinen vorgestellt und diskutiert sowie die spezifische Berechnung desselben erläutert. Darüber hinaus werden in Abschnitt 4 erste empirische Befunde zur Wettbewerbsintensität in Deutschland und Europa und zur Entwicklung der Wettbewerbsintensität über die Zeit präsentiert. In Abschnitt 5 werden in den Gliederungspunkten 5.1 und 5.2 zunächst die empirischen Befunde zur allgemeinen wettbewerblichen Bedeutung von Minderheitsbeteiligungen vorgelegt. Nachfolgend wird in Gliederungspunkt 5.3 der Frage nach der quantitativen Bedeutung von nicht-kontrollierenden Minderheitsbeteiligungen im Rahmen der europäischen Fusionskontrolle nachgegangen und in Gliederungspunkt 5.4 der Frage nach wettbewerbsverzerrenden Effekten durch Abschottungsstrategien. In Abschnitt 6 wird der wettbewerblichen Bedeutung von Minderheitsbeteiligungen durch institutionelle Investoren nachgegangen.

## 2 Theoretische Grundlagen und empirische Studien

**610.** Es ist gemeinhin unstrittig, dass Unternehmenszusammenschlüsse ein wettbewerbsverzerrendes Potenzial aufweisen, weswegen sie einer Überprüfung durch nationale sowie europäische Fusionskontrollregime unterliegen. Dies gilt sowohl für horizontale Zusammenschlüsse zwischen Wettbewerbern auf demselben Markt als auch für vertikale Zusammenschlüsse entlang einer Wertschöpfungskette. Weitaus weniger eindeutig erscheint das wettbewerbsverzerrende Potenzial von Unternehmensbeteiligungen, welche weniger als 50 Prozent der Stimm- oder Anteilsrechte des jeweiligen Zielunternehmens umfassen, sogenannte Minderheitsbeteiligungen. Minderheitsbeteiligungen unterliegen nur unter

<sup>6</sup> Monopolkommission, I. Hauptgutachten, Mehr Wettbewerb ist möglich, Baden-Baden 1976.

<sup>7</sup> Monopolkommission, XX. Hauptgutachten, Eine Wettbewerbsordnung für die Finanzmärkte, Baden-Baden 2014.

bestimmten Voraussetzungen einer fusionsrechtlichen Überprüfung und stellen daher unter Umständen eine vernachlässigte Quelle wettbewerbsverzerrender Effekte dar, deren nähere und fortlaufende Untersuchung geboten erscheint.

**611.** Als ausschlaggebendes Kriterium zur Beurteilung von potenziellen positiven und negativen Wettbewerbseffekten durch Unternehmensbeteiligungen gilt unter anderem der hierdurch vom Käufer am Zielunternehmen erlangte Grad an strategischer Einflussnahme.<sup>8</sup> Strategische Kontrolle über ein Zielunternehmen, nicht im fusionskontrollrechtlichen Sinne, sondern im engeren Sinne einer absoluten Mehrheit der Stimmrechte, kann hierbei z. B. auch ausgeübt werden, wenn am Zielunternehmen mehrere Minderheitsbeteiligungen gehalten werden, deren Anteilshalter koordiniert handeln. Allerdings reicht für eine fusionskontrollrechtliche Prüfung im Rahmen der europäischen Fusionskontrollverordnung (FKVO) bereits ein Kontrollerwerb im Sinne der Möglichkeit eines bestimmenden Einflusses auf die Geschäftstätigkeit aus, unabhängig davon, ob es sich um eine Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligung handelt.<sup>9</sup> Eine Minderheitsbeteiligung, mit welcher die Möglichkeit eines bestimmenden Einflusses auf die Geschäftstätigkeit des Zielunternehmens erworben wird, wird daher im vorliegenden Zusammenhang auch als aktive Minderheitsbeteiligung bezeichnet.

**612.** Es ist jedoch davon auszugehen, dass auch ausschließlich kapitalmäßige (passive) Minderheitsbeteiligungen, und daraus erwachsende Beteiligungen am finanziellen Erfolg des Zielunternehmens, zu wettbewerbsbeeinträchtigendem Verhalten führen können. Für analytische Zwecke bietet sich eine differenzierte Betrachtung der beiden Elemente finanzieller Beteiligung und strategischer Einflussnahme an.<sup>10</sup> Dies ermöglicht eine am Wirkungsmechanismus orientierte Abgrenzung zwischen kontrollierenden und nicht-kontrollierenden Minderheitsbeteiligungen im Sinne der FKVO, da rein finanzielle Beteiligungen vor allem die Anreize des Beteiligungsunternehmens beeinflussen, mit dem verbundenen Unternehmen in Wettbewerb zu treten, wohingegen im Falle strategischer Einflussnahme, vorwiegend die Anreize des Zielunternehmens betroffen sind, mit dem verbundenen Unternehmen in Wettbewerb zu treten.

**613.** Die möglichen unilateralen und koordinierten Wettbewerbseffekte von Minderheitsbeteiligungen zwischen Wettbewerbern wurden unter anderem bereits 2008 von der OECD und 2010 im Auftrag der britischen Kartellbehörde erörtert und zusammengefasst.<sup>11</sup> Über die Möglichkeit hinaus, wettbewerbsrelevante Entscheidungen aktiv zu beeinflussen, sind im vorliegenden Kontext insbesondere solche Effekte von Interesse, welche bereits aus passiven, rein finanziellen Beteiligungen ohne jegliches Element strategischer Einflussnahme, resultieren können:

- Ein Minderheitsgesellschafter könnte beispielsweise Preiserhöhungen und/oder Mengenanpassungen zu ungunsten seines unmittelbaren Gewinns vornehmen, wenn die ihm daraus entstehenden Verluste durch seinen Anteil an entsprechenden Gewinnzuwächsen beim Zielunternehmen überkompensiert würden. In umgekehrter Weise verliert die Investition des Gesellschafterunternehmens an Wert, sobald dieses wettbewerbsintensivierende Maßnahmen auf Kosten des Zielunternehmens ergreift. In beiden Fällen wären die Anreize des Gesellschafterunternehmens zu wettbewerbslichem Verhalten durch ein bestehendes finanzielles Interesse negativ beeinflusst.
- Minderheitsbeteiligungen können darüber hinaus ausdrückliche oder stillschweigende Kollusion erleichtern, indem sie dem erwerbenden Unternehmen Zugang zu nicht-öffentlichen wettbewerbsrelevanten Informationen über das Zielunternehmen verschaffen. Diese können, durch eine Erhöhung der Transparenz, ein koordiniertes Vorgehen erleichtern und gleichzeitig die Möglichkeit der Aufdeckung abweichenden Verhaltens bzw. eine Sanktionierung desselben verbessern. Diese Möglichkeit kann insbesondere dann von Bedeutung sein,

<sup>8</sup> Die Begrifflichkeit strategische Einflussnahme wird im Rahmen dieses Kapitels im allgemeinen Wortsinn gebraucht und stellt kein Rechtsbegriff dar.

<sup>9</sup> Vgl. Art. 3 Abs. 2 FKVO sowie EU-Kommission, Konsolidierte Mitteilung der Kommission zu Zuständigkeitsfragen gemäß der Verordnung (EG) Nr. 139/2004 des Rates über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen, Abl. C43 vom 21. Februar 2009, S. 10.

<sup>10</sup> Vgl. hierzu Salop, S.C./O'Brian, D.P., Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control, *Antitrust Law Journal* 67(3), 2000, S. 559-614.

<sup>11</sup> Vgl. OECD, Policy Roundtables, Minority Shareholdings 2008, DAF/COMP(2008)30, 23.6.2009 und Office of Fair Trading, Minority interests in competitors, A research report prepared by DotEcon Ltd, OFT1218, 2010; Siehe auch Monopolkommission, XIX. Hauptgutachten, Stärkung des Wettbewerbs bei Handel und Dienstleistungen, Baden-Baden 2012, Tz. 805 ff.

wenn das Zielunternehmen nicht börsennotiert ist und damit vergleichsweise weniger umfassenden Veröffentlichungspflichten unterliegt.

- Des weiteren könnten Minderheitsbeteiligungen übrigen Marktteilnehmern signalisieren, dass eine gewisse Absicht des jeweiligen Investors besteht, mit dem konkurrierenden Zielunternehmen in Zukunft in weniger starkem Wettbewerb zu treten.

**614.** Die Europäische Kommission widmet sich 2014 in einem Weißbuch zur Wirksamkeit der EU-Fusionskontrolle neben den Wettbewerbseffekten von Minderheitsbeteiligungen zwischen Wettbewerbern auch jenen durch Minderheitsbeteiligungen in Vertikalverhältnissen, also entlang einer Wertschöpfungskette.<sup>12</sup> Vertikale Unternehmensverbindungen, von vertraglichen Vereinbarungen bis hin zur Vollintegration, werden in der ökonomischen Theorie im Allgemeinen durch die damit verbundene Lösung von ökonomischen Problemen erklärt. Durch die Reduzierung von Transaktionskosten, die Sicherstellung von Zulieferungen und eine insgesamt bessere Koordination wirtschaftlicher Tätigkeit können sich vertikale Verbindungen effizienz- und damit wohlfahrtssteigernd auswirken.<sup>13</sup> Dies trifft grundsätzlich auch auf Minderheitsbeteiligungen zu.<sup>14</sup>

**615.** Es besteht allerdings sowohl in der ökonomischen Theorie als auch der Kartellrechtspraxis weitgehend Einigkeit darüber, dass vertikale Unternehmensverbindungen ebenfalls das Potenzial für negative Wettbewerbseffekte aufweisen. Diese sind z. B. dann zu erwarten, wenn es ein Vertikalverhältnis durch strategische Einflussnahme ermöglicht, die Kosten der Wettbewerber – auf der vor- oder nachgelagerten Wertschöpfungsstufe – zu erhöhen. Auf diese Weise könnten Wettbewerber aus dem Markt gedrängt und der Marktzugang von potenziellen Wettbewerbern erschwert werden. Im Kontext vertikaler Minderheitsbeteiligungen werden insbesondere sogenannte Marktabschottungseffekte diskutiert, da diese sogar wahrscheinlicher sein können, wenn statt einer mehrheitlichen, lediglich eine partielle Beteiligung besteht.<sup>15</sup>

**616.** Im Falle einer Minderheitsbeteiligung an einem Unternehmen auf einer vorgelagerten Wertschöpfungsstufe (partielle Rückwärtsintegration) können Anreize zur Marktabschottung auf Ebene der Vorleistungen bestehen. Durch ein Mindestmaß an strategischer Einflussnahme könnte der Gesellschafter seine Konkurrenten zu nachteiligen Konditionen beliefern lassen oder sie ganz vom Vorleistungsbezug des vorgelagerten Zielunternehmens abschotten. Das vorgelagerte Zielunternehmen müsste hierfür über eine gewisse Marktmacht verfügen. Von Bedeutung ist in einem solchen Szenario, dass der Anteilshalter vor allem dann ein Interesse an der Input-Abschottung hat, wenn die dem Zielunternehmen daraus resultierenden Verluste die zusätzlichen Gewinne des Gesellschafters nicht übersteigen. Zur Erfüllung dieses Kriteriums kann der Umstand beitragen, dass bei einer Minderheitsbeteiligung lediglich ein – womöglich sehr geringer – Anteil der Verluste des Zielunternehmens vom Anteilshalter mitgetragen wird. Es wird hier deutlich, dass eine strategische Marktabschottung nicht ohne jegliche Einflussnahme möglich ist, die finanzielle Beteiligung jedoch gering ausfallen kann. Für die Möglichkeit, über eine kapitalmäßige Minderheitsbeteiligung strategischen Einfluss auszuüben, ist beispielsweise von Bedeutung, wie sich die übrigen Anteile auf andere Gesellschafter verteilen, oder etwas genauer, ob

<sup>12</sup> EU-Kommission, Towards more effective EU merger control, White Paper, COM(2014) 449 final, 9.7.2014; Siehe auch das Begleitdokument EU-Kommission, Impact Assessment, Commission Staff Working Document accompanying the document towards more effective EU merger control, SWD(2014) 217 final, 9.7.2014.

<sup>13</sup> Für eine detailliertere Erläuterung spezifischer Probleme und Lösungsstrategien vgl. unter anderem Motta, M., *Competition Policy, Theory and Practice*, Cambridge u. a. 2004, Kap. 6.

<sup>14</sup> Vgl. unter anderem Dasgupta, S./Tao, Z., *Bargaining, Bonding, and Partial Ownership*, *International Economic Review* 41(3), 2000, S. 609-635; Aghion, P./Tirole, J., *The Management of Innovation*, *Quarterly Journal of Economics* 109(4), 1994, 1185-1209.

<sup>15</sup> Vgl. zu Abschottungseffekten durch aktive Minderheitsbeteiligungen Gilo, D./Levy, N./Spiegel, Y., *Partial Vertical Integration, Ownership Structure and Foreclosure*, Working Paper, 27. Februar 2014, <http://www.fas.nus.edu.sg/ecs/events/seminar/seminar-papers/24Mar14.pdf>, Abruf am 29. Juni 2016; Baumol, W./Ordover, J., *On the Perils of Vertical Control by a Partial Owner of a Downstream Enterprise*, *Revue d'économie Industrielle* 69(3), 1994, S. 7-20.

diese sich in Streubesitz befinden oder sich auf einen oder wenige andere Gesellschafter konzentrieren, da sich hiernach in der Regel das Stimmgewicht eines Minderheitsgesellschafters bestimmt.<sup>16</sup>

**617.** Aber auch passive Minderheitsbeteiligungen an vorgelagerten Anbietern haben das Potenzial, sich negativ auf den Wettbewerb im nachgelagerten Markt auszuwirken. Da ein nachgelagerter Gesellschafter nicht nur an den Verlusten, sondern auch an den Gewinnen anteilig beteiligt ist, könnte ein Anreiz bestehen Letztere positiv zu beeinflussen. Dies kann – ohne direkten strategischen Einfluss auf das Zielunternehmen – mittelbar über höhere Preise von Wettbewerbern geschehen, welche ebenfalls Vorleistungen des vorgelagerten Zielunternehmens beziehen, indem der Gesellschafter seine Preise erhöht. Dies kann zu Preissteigerungen sowohl im nachgelagerten als auch im vorgelagerten Markt führen.<sup>17</sup>

**618.** Im Falle einer Minderheitsbeteiligung an einem Unternehmen auf einer nachgelagerten Wertschöpfungsstufe (partielle Vorwärtsintegration) können Anreize zur Marktabschottung auf Ebene der nachgelagerten Wertschöpfungsstufe bestehen. Der oben beschriebenen Logik folgend könnte sich die Abschottung von Wettbewerbern von der Nachfrage durch das nachgelagerte Zielunternehmen für den Minderheitsgesellschafter lohnen, weil der daraus womöglich für das Zielunternehmen resultierende Gewinnrückgang vom Anteilshalter lediglich anteilig mitgetragen werden muss. Wie bereits im Falle einer partiellen Rückwärtsintegration ist für die sogenannte Kundenabschottung allerdings ein Mindestmaß an strategischer Einflussnahme vonnöten. Handelt es sich bei der partiellen Vorwärtsintegration ausschließlich um eine finanzielle Beteiligung, so könnte der Minderheitsgesellschafter ein Interesse an einer Gewinnsteigerung des Zielunternehmens haben, wenn seine anteilige Gewinnbeteiligung eigene Renditeeinbußen überkompensiert. Z. B. könnte dies mittelbar über eine exklusive Preissenkung geschehen. Eine solche Preisdiskriminierung könnte in diesem Zusammenhang kartellrechtlich zulässig sein. Es dürfte auch kein Fall einer Kosten-Preis-Schere (margin squeeze) vorliegen, da die beteiligten Unternehmen nicht vollständig integriert sind. Eine nicht-exklusive Preissenkung könnte hier allerdings auch zum gegenteiligen Ergebnis führen und den Wettbewerb auf dem Vorleistungsmarkt und gegebenenfalls auch dem nachgelagerten Markt eher intensivieren denn abschwächen.

**619.** Es besteht jedoch eine zusätzliche Möglichkeit, wie eine Abschottung von Wettbewerbern in vor- sowie nachgelagerten Märkten bewirkt oder zumindest positiv beeinflusst werden kann, ohne dass der vor- oder nachgelagerte (passive) Minderheitsgesellschafter strategischen Einfluss auf das Zielunternehmen ausübt: Wenn über Lieferbeziehungen von Wettbewerbern mit dem Zielunternehmen sensible Informationen an den passiven Minderheitsgesellschafter gelangen könnten, womit ein Anreiz der Wettbewerber des Gesellschafters besteht, eben diese Lieferbeziehungen nicht einzugehen.<sup>18</sup>

**620.** Während unstrittig ist, dass Minderheitsbeteiligungen im Allgemeinen, und selbst rein finanzielle Minderheitsbeteiligungen im Speziellen, negative Auswirkungen auf die Wettbewerbsintensität haben können, so ist ebenso unstrittig, dass dies mitnichten zwangsläufig der Fall ist. Vielmehr hängt die Wahrscheinlichkeit der geschilderten Effekte wesentlich von begleitenden Faktoren, wie etwa Zugangsmöglichkeiten und Konzentrationsgrad des jeweiligen Marktes, den Marktanteilen der beteiligten Unternehmen sowie dem Grad der Produktdifferenzierung ab. Zudem erfordert eine umfassende Beurteilung der wettbewerblichen Auswirkungen von Minderheitsbeteiligungen zwingend die Berücksichtigung von möglichen Effizienzvorteilen, die den wettbewerbsschädlichen Effekten gegenüberzustellen sind. Z. B. kann es sich hierbei um eine Diversifizierung von Kosten und Risiken, eine Erleichterung beim Zugang zu neuen Märkten und Vorteile bei gemeinsamer Forschung und Entwicklung handeln. Dies betrifft insbesondere vertikalen Beteiligungen. In Bezug auf horizontale Beteiligungen kommt eine – im Auftrag der britischen Kartellbehörde durchgeführte – Untersu-

<sup>16</sup> Zudem sind Abweichungen vom Prinzip der Einheitsaktie zu beachten, die ein auseinanderfallen von Kapital- und Stimmrechtsanteilen bedeuten können.

<sup>17</sup> Vgl. hierzu Hunold, M./Röller, L.H./Stahl, K., Vertical Integration and Strategic Delegation, Discussion Paper 27. Oktober 2014, <http://www.disei.unifi.it/upload/sub/pubblicazioni/seminari/pdf-seminari/stahl.pdf>, Abruf am 29. Juni 2016; Greenlee P./Raskovich, A., Partial vertical ownership, European Economic Review 50(4), 2006, S. 1017-1041.

<sup>18</sup> EU-Kommission, Impact Assessment, Commission Staff Working Document accompanying the document towards more effective EU merger control, SWD(2014) 217 final, 9. Juli 2014, Tz. 31.

chung zu dem Ergebnis, dass horizontalen Minderheitsbeteiligungen zwischen Wettbewerbern in der Regel keine besondere Motivation zur Effizienzsteigerung zugrunde liegt.<sup>19</sup>

**621.** Der Umstand, dass sich die Schadenstheorien zu aktiven und passiven vertikalen Minderheitsbeteiligungen lediglich auf spezifische Konstellationen beziehen und von einer Reihe – nicht abschließend definierter – Faktoren abhängen, lässt empirischen Ergebnissen einige Bedeutung zukommen. Jedoch liegen nur sehr wenige empirische Studien zu den wettbewerblichen Auswirkungen von Minderheitsbeteiligungen vor. So wurde im Rahmen der öffentlichen Anhörung zum entsprechenden Weißbuch der Europäischen Kommission eine Anpassung der FKVO unter anderem deswegen abgelehnt, weil die verfügbare empirische Evidenz unzureichend sei.<sup>20</sup> Eine Fallstudie zu passiver partieller Rückwärtsintegration ist an dieser Stelle allerdings zu nennen: Gans und Wolak (2012) untersuchen einen derartigen Fall im australischen Strommarkt aus dem Jahr 2004, welcher aus kartellrechtlicher Sicht zunächst keinen Anlass für Bedenken gegeben hatte. Als Ergebnis ihrer quantitativen Analyse dokumentieren sie jedoch hierdurch verursachte signifikante Preisanstiege.<sup>21</sup>

### 3 Datengrundlage

#### 3.1 Finanz- und Beteiligungsinformationen der ORBIS-Unternehmensdatenbank

**622.** Wie bereits in ihrem XX. Hauptgutachten verwendet die Monopolkommission für die Untersuchung von Minderheitsbeteiligungen eine europäische Unterstichprobe der Orbis-Unternehmensdatenbank des privaten Anbieters Bureau van Dijk. Insgesamt beinhaltet die Orbis-Datenbank Informationen zu über 170 Mio. Unternehmen weltweit, welche in themenspezifischen Modulen zusammengefasst sind. Die von der Monopolkommission verwendeten detaillierten Informationen zu Finanzkennzahlen werden durch nationale Vertragspartner des Datenanbieters aus Handelsbilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen gesammelt und vor dem Hintergrund internationaler Vergleichbarkeit in einem standardisierten Format aufbereitet. Dies ermöglicht eine grenzübergreifende mikrodatenbasierte Untersuchung von Unternehmensverflechtungen über Minderheitsbeteiligungen, die mit Daten nationaler statistischer Ämter nicht mit vergleichbarem Aufwand durchführbar ist. Darüber hinaus ergeben sich weitere Vorteile der verwendeten Daten gegenüber amtlichen Statistiken: Unter anderem herrscht eine oft bessere Verfügbarkeit von Informationen zu einzelnen Unternehmen über einen längeren Zeitraum, da der Berichtskreis in amtlichen Erhebungen in der Regel nach einigen Jahren wechselt, um die Belastung der befragten Unternehmen durch die Beantwortung der Fragebögen zu reduzieren. Auch ist die Anzahl verfügbarer Variablen weitaus größer. Insgesamt wird somit eine auswirkungsorientierte Analyse und die Anwendung zeitgemäßer mikroökonomischer Methodik ermöglicht.<sup>22</sup> Nachteile ergeben sich vor allem daraus, dass es sich bei der verwendeten Datenbasis weder um eine Vollerhebung handelt, noch ihr eine repräsentative Stichprobenziehung zugrunde liegt, womit Rückschlüsse auf die gesamte Unternehmenspopulation nur eingeschränkt möglich sind. Allerdings zeigt eine Gegenüberstellung der in den Daten erfassten Umsätze, mit Umsatzschätzungen von Eurostat für das produzierende Gewerbe auf Länderebene, dass die Abdeckungsquote in immerhin 24 der 30 Länder

<sup>19</sup> Vgl. Office of Fair Trading, *Minority interests in competitors*, A research report prepared by DotEcon Ltd, OFT1218, 2010, S. 10.

<sup>20</sup> Vgl. EU-Kommission, *Summary of replies to the public consultation on the White Paper "Towards more effective EU merger control"*, 16. März 2015, [http://ec.europa.eu/competition/consultations/2014\\_merger\\_control/summary\\_of\\_replies.pdf](http://ec.europa.eu/competition/consultations/2014_merger_control/summary_of_replies.pdf), Tz. 5, Abruf am 29. Juni 2016.

<sup>21</sup> Gans, J. S./Wolak, F. A., *A Comparison of Ex Ante versus Ex Post Vertical Market Power: Evidence from the Electricity Supply Industry*, SSRN Working Paper, 23. April 2012, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1288245](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1288245), Abruf am 29. Juni 2016. Für eine Fallstudie zu aktiven vertikalen Minderheitsbeteiligungen vgl. Reiffen, D., *Partial Ownership and Foreclosure: An Empirical Analysis*, *Journal of Regulatory Economics* 13(3), 1998, S. 227-244.

<sup>22</sup> Aus denselben Gründen wurde die Orbis Datenbank beispielsweise auch für Analysen der OECD aufbereitet. Vgl. Pinto Ribeiro, S./Menghinello, S./De Backer, K., *The OECD ORBIS Database: Responding to the Need for Firm-Level Micro-Data in the OECD*, *OECD Statistics Working Papers* 2010/01, 25. März 2010.

über 50 Prozent liegt, in 17 Ländern über 70 Prozent und in 12 Ländern über 80 Prozent.<sup>23</sup> Zudem erfordern insbesondere Längsschnittanalysen eine aufwendige Datenaufbereitung.<sup>24</sup>

**623.** Die Monopolkommission hat ihre Datengrundlage für die nachfolgenden Analysen wesentlich erweitert. Umfasste die aufbereitete Datenbasis im XX. Hauptgutachten noch lediglich börsennotierte Unternehmen in 17 ausgewählten europäischen Ländern, so erfasst sie nunmehr zusätzlich nicht börsennotierte Unternehmen jeglicher Größenklassen in EU-28 Mitgliedstaaten zuzüglich Norwegen und der Schweiz.<sup>25</sup> Für die empirischen Analysen im XXI. Hauptgutachten standen für den Zeitraum 2006-2013 insgesamt rund 4 Mio. Abschlüsse von rund 710.000 Unternehmen und Konzernen auf konsolidierter Ebene zur Verfügung, wohingegen es für den Zeitraum 2005-2011 im XX. Hauptgutachten lediglich rund 5.400 Unternehmen waren. Für Deutschland ist die Anzahl der – auf konsolidierter Ebene – analysierten Unternehmen beispielsweise von etwa 700 auf rund 130.000 gestiegen. Diese Erweiterung steigert die Repräsentativität der verwendeten Stichprobe und der Aussagekraft der darauf beruhenden Auswertungen erheblich. Zudem wurden alle Informationen zusätzlich auf der Ebene unkonsolidierter Einzelabschlüsse aufbereitet, um Problemen entgegenzuwirken, welche sich bei spezifischen Fragestellungen aus der Perspektive konsolidierter Konzerne ergeben. Beispielsweise würden auf Grundlage konsolidierter Abschlüsse alle Tochterunternehmen dem Wirtschaftsbereich zugeordnet, in welchem die Konzernmutter schwerpunktmäßig ihren Umsatz erzielt. Da die Tochterunternehmen jedoch in gänzlich anderen Bereichen tätig sein können, ist eine Zuordnung nach Einzelabschlüssen in diesem Falle wesentlich präziser. Steht dagegen z. B. der Grad der Verflechtung über Minderheitsbeteiligungen zwischen ansonsten unabhängigen Unternehmen im Fokus, so würde eine Analyse auf Tochterbene diese überschätzen. Für Analysen auf Ebene von nicht-konsolidierten Einzelabschlüssen standen der Monopolkommission insgesamt etwa 7,4 Mio. Abschlüsse von 1,4 Mio. Unternehmenseinheiten zur Verfügung. Bezogen auf Deutschland waren es etwa 870.000 Abschlüsse für 220.000 Unternehmen. Eine Übersicht zu den Fallzahlen der verwendeten Datenbasis nach Ländern bietet Tabelle III.1.

**624.** Die verwendete Datenbasis umfasst Unternehmen mit Tätigkeitsschwerpunkt im produzierenden sowie dem Dienstleistungsgewerbe. Eine Übersicht zu den Fallzahlen nach Wirtschaftsbereichen bietet Tabelle III.2. Unternehmen mit Tätigkeitsschwerpunkt in den Bereichen K und P-U der Statistischen Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (NACE Rev. 2) wurden von der Analyse ausgeschlossen.<sup>26</sup> Die Monopolkommission weist darauf hin, dass es sich bei der verwendeten Wirtschaftszweigklassifikation nicht um wettbewerblich relevante Märkte handelt, da diese auf Grundlage der verfügbaren Informationen weder in räumlicher noch in sachlicher Dimension adäquat abgegrenzt werden können. Zudem wird ein Unternehmen einem jeweiligen Wirtschaftszweig nach seinem Umsatzschwerpunkt zugeordnet, womit eine Tätigkeit in mehreren Bereichen keine Berücksichtigung findet. Aus Gründen der Übersichtlichkeit und Vergleichbarkeit mit Untersuchungen des XX. Hauptgutachtens wurden einige Wirtschaftszweige der NACE Rev. 2 2-Steller Ebene zusammengefasst dargestellt.

**625.** Informationen zu Eigentumsverhältnissen und Gesellschaftern einzelner Unternehmen wurden von Bureau van Dijk in einem separaten Modul bezogen. Die Monopolkommission verwendet in ihren Analysen jährliche stichtagsbezogene Informationen zur Eigentümerstruktur aus historischen Zeitständen der Orbis-Datenbank. Somit werden Veränderungen der Eigentümerstruktur im Zeitverlauf beobachtbar und Auswirkungen einzelner Beteiligungen messbar. Zu diesem Zweck wurden zunächst relevante Minderheitsbeteiligungen in den verfügbaren Informationen auf Beteiligungsebene in den jeweiligen Jahresquerschnitten identifiziert und auf Unternehmensebene aggregiert. Als relevante Minderheitsbeteiligungen wurden zunächst all jene Kapitalbeteiligungen definiert, die einen Schwellenwert von 50 Prozent des Ge-

<sup>23</sup> Vgl. Tabelle B.1 im Anhang zu diesem Kapitel.

<sup>24</sup> Vgl. Gliederungspunkt 5.4 sowie Kalemli-Özcan, Ş. u. a., How to construct nationally Representative Firm Level Data from the ORBIS Global Database, Tinbergen Institute Discussion Paper TI 2015-110/IV, September 2015.

<sup>25</sup> Zu beachten gilt hier, dass sowohl Unternehmen aus Bulgarien und Rumänien als auch aus Kroatien erfasst werden, obschon diese Länder erst seit 2007 bzw. 2013 EU-Mitgliedstaaten sind. Weiterhin wurden Zypern und Malta aufgrund zu geringer bzw. unplausibler Umsatzabdeckungsraten von der Analyse ausgeschlossen.

<sup>26</sup> Hierbei handelt es sich um die Bereiche Finanz- und Versicherungsdienstleistungen (K), Erziehung und Unterricht (P), Gesundheits- und Sozialwesen (Q), Kunst, Unterhaltung und Erholung (R), Erbringung von sonstigen Dienstleistungen (S), private Haushalte mit Hauspersonal; Herstellung von Waren und Erbringung von Dienstleistungen durch private Haushalte für den Eigenbedarf ohne ausgeprägten Schwerpunkt (T) und Exterritoriale Organisationen und Körperschaften (U).

samtkapitals nicht überschreiten. Weiterhin wurden Beteiligungen zwischen Einheiten von der Auswahl ausgeschlossen, die letztlich – direkt oder indirekt – von derselben institutionellen Einheit mehrheitlich kontrolliert werden, da in diesen Fällen auch ohne Vorliegen einer direkten Beteiligung eine strategische Abstimmung als wahrscheinlich gilt.<sup>27</sup> Zusätzlich wurden Beteiligungen ausgeklammert, bei welchen die Anteilseigner institutionelle Investoren – wie etwa Banken, Versicherungen und Fondsgesellschaften – oder natürliche Personen sind, welche grundsätzlich kein strategisches Interesse an den jeweiligen Zielunternehmen haben, welches über ein reines Gewinninteresse hinausgeht. Um im Sinne der Diskussion im Rahmen der FKVO zusätzlich eine approximative Unterscheidung zwischen aktiven und passiven Minderheitsbeteiligungen vornehmen zu können, wurden separat solche Minderheitsbeteiligungen als tendenziell passiv identifiziert, bei deren Zielunternehmen der Anteil mindestens eines weiteren Anteilseigners, den der betrachteten Beteiligung übersteigt oder das Zielunternehmen über indirekte Beteiligungen mehrheitlich kontrolliert wird.

**Tabelle III.1: Fallzahlen und Verteilung nach Ländern im Beobachtungszeitraum 2006-2013**

Land	Konsolidierte Ebene		Unkonsolidierte Ebene	
	Anzahl	%	Anzahl	%
Österreich	49.343	1,23	88.815	1,20
Belgien	51.632	1,28	123.881	1,67
Bulgarien	57.354	1,43	94.461	1,27
Schweiz	195.478	4,86	589.760	7,95
Tschechien	100.113	2,49	170.548	2,30
Deutschland	518.305	12,90	868.551	11,72
Dänemark	7.773	0,19	18.504	0,25
Estland	18.700	0,47	38.355	0,52
Spanien	558.457	13,90	1.099.891	14,84
Finnland	60.844	1,51	123.632	1,67
Frankreich	707.350	17,60	987.030	13,31
Vereinigtes Königreich	105.747	2,63	287.634	3,88
Griechenland	87.286	2,17	113.186	1,53
Kroatien	32.794	0,82	51.609	0,70
Ungarn	92.561	2,30	121.864	1,64
Irland	5.955	0,15	13.059	0,18
Italien	668.745	16,64	1.226.805	16,55
Litauen	27.064	0,67	35.042	0,47
Luxemburg	3.574	0,09	4.933	0,07
Lettland	19.149	0,48	36.093	0,49
Niederlande	33.983	0,85	29.415	0,40
Norwegen	62.133	1,55	233.597	3,15
Polen	160.604	4,00	242.451	3,27
Portugal	120.909	3,01	227.007	3,06
Rumänien	109.726	2,73	159.882	2,16
Schweden	100.113	2,49	320.852	4,33
Slowenien	20.529	0,51	35.071	0,47
Slowakei	42.245	1,05	72.034	0,97
Insgesamt	4.018.466	100,00	7.413.962	100,00

<sup>27</sup> Vgl. zum Konzept der letzten kontrollierenden institutionellen Einheit Verordnung (EG) Nr. 716/2007 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Juni 2007 zu gemeinschaftlichen Statistiken über die Struktur und Tätigkeit von Auslandsunternehmens-einheiten ABl. EU L171 vom 29. Juni 2007, S. 17-31.

Anmerkungen: Angaben auf konsolidierter Ebene enthalten konsolidierte Abschlüsse, soweit solche für Unternehmenseinheiten vorliegen und Abschlüsse von Unternehmen, die nicht konsolidiert werden. Auf unkonsolidierter Ebene werden neben Abschlüssen von nicht-konsolidierten Unternehmen lediglich Einzelabschlüsse erfasst

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten von Bureau van Dijk

**626.** Insbesondere bei der Unterscheidung von passiven und aktiven Minderheitsbeteiligungen wird deutlich, dass eine Kategorisierung über Kapitalanteile lediglich näherungsweise erfolgen kann und grundsätzlich keine Einzelfallprüfung ersetzt. Um den strategischen Einfluss eines Anteilseigners auf sein Zielunternehmen beurteilen zu können, sind vor allem seine Stimmrechtsanteile von Bedeutung, die von den gehaltenen Kapitalanteilen abweichen können. Da Stimmrechtsanteile in den verwendeten Daten jedoch nicht separat erfasst werden, muss behelfsweise eine Deckung von diesen mit Kapitalanteilen angenommen werden. Diese Annahme stellt allerdings in der Tat den Regelfall dar.<sup>28</sup>

**Tabelle III.2: Fallzahlen und Verteilung nach Wirtschaftsbereichen im Beobachtungszeitraum 2006-2013**

Wirtschaftsbereich	Konsolidierte Ebene		Unkonsolidierte Ebene	
	Anzahl	%	Anzahl	%
Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	91.620	2,28	164.119	2,21
Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden	23.680	0,59	40.013	0,54
Verarbeitendes Gewerbe:				
Herstellung von Nahrungsmitteln und Tabak	136.916	3,41	204.165	2,75
Herstellung von Textilien	87.496	2,18	120.680	1,63
Herstellung von Holz-, Papier-, Druckwaren und Mineralölverarbeitung	110.403	2,75	160.230	2,16
Herstellung chemischer Erzeugnisse	40.512	1,01	63.291	0,85
Herstellung pharmazeutischer Erzeugnisse	10.030	0,25	16.335	0,22
Herstellung von Kunststoff-, Gummi-, Glas- und Keramikwaren	122.867	3,06	178.983	2,41
Metallerzeugung und -erzeugnisse	214.995	5,35	296.940	4,01
Herstellung von Datenverarbeitungsgeräten, optische und elektronische Ausrüstung	84.348	2,10	128.387	1,73
Herstellung von Maschinen und Fahrzeugen	243.048	6,05	362.063	4,88
Energieversorgung und Umweltdienstleistungen	52.691	1,31	128.738	1,74
Handel	1.197.807	29,81	2.239.431	30,21
Gastgewerbe	144.141	3,59	257.230	3,47
Baugewerbe und Infrastruktur	801.421	19,94	1.376.772	18,57
Verlagswesen, Medien und Telekommunikation	60.912	1,52	120.056	1,62
Dienstleistungen Informations- und Kommunikationstechnik	80.284	2,00	157.401	2,12
Grundstücks- und Wohnungswesen	105.849	2,63	532.441	7,18
Sonstige Dienstleistungen	409.446	10,19	866.687	11,69
<b>Insgesamt</b>	<b>4.018.466</b>	<b>100,00</b>	<b>7.413.962</b>	<b>100,00</b>

Anmerkungen: Die Zuordnung der Wirtschaftsbereiche basiert auf der Klassifikation NACE Rev. 2 und nimmt die Bereiche für alle Unternehmen als konstant für die Jahre 2006-2008 an. Angaben auf konsolidierten Ebene enthalten konsolidierte Abschlüsse, soweit solche für Unternehmenseinheiten vorliegen und Abschlüsse von Unternehmen, die nicht konsolidiert werden. Auf unkonsolidierter Ebene werden neben Abschlüssen von nicht-konsolidierten Unternehmen lediglich Einzelabschlüsse erfasst

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten von Bureau van Dijk

**627.** Schließlich wurden die Beteiligungsinformationen nach den betroffenen Unternehmen und den jeweiligen Beobachtungsjahren zusammengefasst und mit den Finanzdaten dieser Unternehmen verknüpft. Da sich die Informationen zur Eigentümerstruktur allerdings lediglich auf die Anteilseigner des jeweiligen Unternehmens beziehen, müssen die

<sup>28</sup> Vgl. hierzu z. B. Office of Fair Trading, Minority interests in competitors, A research report prepared by DotEcon Ltd, OFT1218, 2010.

Beteiligungsinformationen nicht nur den Zielunternehmen, sondern darüber hinaus, in einem weiteren Schritt, den jeweiligen Anteilshaltern zugespielt werden. Hier ist jedoch auf die Unterschätzung des Verflechtungsgrades hinzuweisen: In den Beteiligungsinformationen sowie Informationen zu den letztlich kontrollierenden institutionellen Einheiten wird zwar der globale Berichtskreis erfasst, also auch Anteilseigner, die außerhalb des europäischen Berichtskreises, der EU-28 Mitgliedstaaten zuzüglich Norwegen und der Schweiz, ansässig sind. Jedoch können für Unternehmen im europäischen Berichtskreis nur solche Beteiligungen berücksichtigt werden, die an Zielunternehmen gehalten werden, die sich ihrerseits im Berichtskreis befinden.

### 3.2 Identifikation von Wertschöpfungsstufen

**628.** Bei der Untersuchung wettbewerblicher Effekte durch Unternehmensverflechtungen spielt die Richtung dieser Verflechtungen in der jeweiligen Wertschöpfungskette eine wesentliche Rolle. Wie weiter oben ausgeführt, unterliegen vertikale Verbindungen anderen theoretischen Annahmen als horizontale und vertikale Rückwärtsintegration wiederum anderen Annahmen als vertikale Vorwärtsintegration. Jedwede empirische Untersuchung befindet sich hier in einem Dilemma: werden die Beteiligungen in Einzelfallprüfungen möglichst präzise den jeweiligen Typen zugeordnet, so bleibt die Analyse auf eine relativ geringe Fallzahl begrenzt und adäquate ökonometrische Methoden können in der Regel keine Anwendung finden. Umfasst die Analyse dagegen vergleichsweise viele Fälle und lässt dadurch eher Rückschlüsse auf die Allgemeingültigkeit der Ergebnisse zu, übersteigt eine einzelfallspezifische Zuordnung der Beteiligungen in der Regel die verfügbaren Ressourcen und muss daher nach einem Zuordnungsschema erfolgen, in welchem sich gewisse Ungenauigkeiten nicht vermeiden lassen. In ihrem letzten Hauptgutachten hat die Monopolkommission bereits eine Unterscheidung der Beteiligungstypen nach vertikalen und horizontalen Typen vorgenommen.<sup>29</sup> Um jedoch vertikale Minderheitsbeteiligungen präziser identifizieren zu können und zusätzlich die Richtung dieser Beteiligungen identifizieren zu können, wurde für die folgenden Analysen ein Zuordnungsschema auf Grundlage von harmonisierten Input-Output-Tabellen der EU-27 Mitgliedstaaten erstellt und angewendet. Die Monopolkommission folgt hiermit einem Ansatz aus der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur, dessen Anwendung sich bisher jedoch auf Studien zu den USA und dem Vereinigten Königreich beschränkt hat.<sup>30</sup>

**629.** Input-Output-Tabellen sind Bestandteil der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung und bilden Güterströme zwischen einzelnen Wirtschaftszweigen bzw. zur Herstellung einzelner Produkte in einem Land ab. Um die Beziehung zwischen Wirtschaftszweigen bezüglich ihrer gegenseitig erbrachten Vorleistungen für die Identifikation von vertikalen Verflechtungsbeziehungen zu nutzen, wurden symmetrische Input-Output-Tabellen von Eurostat für alle EU-27 Mitgliedstaaten auf Grundlage der europäischen Produktklassifizierung CPA verwendet. Die aktuellsten Daten in einheitlicher Klassifikation umfassen die Jahre 2008-2011. Zunächst wurden die Produktcodes in die NACE Rev. 2 Wirtschaftszweigklassifikation übertragen und aus den 64 verfügbaren Wirtschaftszweigen 4.096 Paare mit ihren wechselseitigen pekuniären Leistungsflüssen gebildet.<sup>31</sup> Insgesamt ergeben sich hieraus 32.768 Beobachtungen.

**630.** Auf Grundlage dieser Datenbasis konnten in der Wertschöpfungskette vor- und nachgelagerte Wirtschaftszweige identifiziert werden. Aus einer Input-Perspektive wurde Wirtschaftszweig A als Wirtschaftszweig B vorgelagert angenommen, wenn die von Wirtschaftszweig B aus Wirtschaftszweig A bezogenen durchschnittlichen Vorleistungen mindestens fünf Prozent der insgesamt im Durchschnitt von Wirtschaftszweig B bezogenen Vorleistungen betragen. Bezog jedoch Wirtschaftszweig A ebenfalls mindestens fünf Prozent seiner Vorleistungen aus Wirtschaftszweig B, so muss eine

<sup>29</sup> Vgl. Monopolkommission, XX. Hauptgutachten, a. a. O., Tz. 534.

<sup>30</sup> Vgl. Acemoglu, D. u. a., Vertical Integration and Technology: Theory and Evidence, *Journal of the European Economic Association* 8(3), 2010, S. 989-1033 für eine Untersuchung mit Daten des Vereinigten Königreichs und Atalay, E./Hortacsu, A./Syverson, C., Why do Firms own Production Chains?, NBER Working Paper No. 18020, April 2012; Matsusaka, J.G., Did Tough Antitrust Enforcement Cause the Diversification of American Corporations?, *Journal of Financial and Qualitative Analysis* 31(2), 1996, 283-294; McGuckin, R. H./Nguyen, S. V./Andrews, S.H., The Relationship Among Acquiring and Acquired Firms' Product Lines, *Journal of Law and Economics* 34(Okttober), 1991, S. 477-502; Fan, J. P. H./Goyal, V. K., On the Patterns and Wealth Effects of Vertical Mergers, *Journal of Business* 79(2), S. 877-902 für Untersuchungen mit Daten der USA.

<sup>31</sup> Informationen sind lediglich auf der NACE Rev. 2 2-Steller Ebene verfügbar und zudem werden einige Wirtschaftszweige aggregiert ausgewiesen.

eindeutige Zuordnung unterbleiben. Durch die Verwendung von Durchschnittswerten über den Beobachtungszeitraum werden jahresspezifische Schwankungen ausgeglichen. Die Festlegung eines Schwellenwertes von fünf Prozent erfolgt zu einem gewissen Grad willkürlich, ist jedoch in der Literatur verbreitet. Schlussendlich wurden die Informationen zu den relativen Leistungsflüssen zwischen Wirtschaftszweigpaaren über die einheitliche Wirtschaftszweigklassifikation dem Beteiligungsdatensatz zugespielt und auf Unternehmensebene aggregiert.

**631.** Die Monopolkommission weist darauf hin, dass sich bei der oben erläuterten Vorgehensweise zur Klassifikation von Unternehmensverflechtungen Ungenauigkeiten ergeben. Durch den Umstand, dass Leistungsflüsse von Eurostat lediglich auf der NACE Rev. 2 2-Steller Ebene verfügbar sind, wird der Anteil vertikaler Beteiligungen unterschätzt. Zur Veranschaulichung ein Beispiel: Der Wirtschaftszweig 29 „Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenteilen“ beinhaltet die drei Untergruppen „Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenmotoren“ (29.1), „Herstellung von Karosserien, Aufbauten und Anhängern“ (29.2) und „Herstellung von Teilen und Zubehör für Kraftwagen“ (29.3). Auf Wirtschaftszweig 2-Steller Ebene wird keine Beteiligung zwischen den genannten Untergruppen als vertikal klassifiziert und somit werden Zulieferbeziehungen womöglich nicht als solche erkannt. Eine feingliedrigere Verfügbarkeitsebene der Leistungsflüsse wäre hier wünschenswert. Weiterhin wurden lediglich direkte Austauschbeziehungen ersten Grades berücksichtigt und damit vertikale Beziehungen vernachlässigt, die sich über mehr als eine Wertschöpfungsstufe erstrecken und/oder für welche der (Groß-)Handel eine Mittlerrolle übernimmt.

**632.** Wenn alle Beteiligungen als horizontal klassifiziert würden, die nach der oben beschriebenen Vorgehensweise nicht als vertikal identifiziert werden können, so würde die Anzahl horizontaler Beteiligungen systematisch überschätzt. Um dieser Überschätzung entgegenzuwirken, wurden horizontale Verbindungen nur dann als solche identifiziert, wenn die involvierten Unternehmen ihren Umsatzschwerpunkt in demselben 4-Steller Wirtschaftszweig haben. Dem oben genannten Beispiel folgend werden somit Verbindungen zwischen den drei Untergruppen auf 3-Steller Ebene des Wirtschaftszweigs 29 „Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenteilen“ nicht – womöglich fälschlicher Weise – als horizontal klassifiziert. Im Wirtschaftsbereich „Herstellung von Teilen und Zubehör für Kraftwagen“ (29.3) beispielsweise gelten horizontale Beteiligungen nur dann als identifiziert, wenn beide Unternehmen schwerpunktmäßig im Bereich „Herstellung elektrischer und elektronischer Ausrüstungsgegenstände für Kraftwagen“ (29.31) oder im Bereich „Herstellung von sonstigen Teilen und sonstigem Zubehör für Kraftwagen“ (29.32) operieren. Beteiligungen, welche nach der erläuterten Vorgehensweise nicht eindeutig zugeordnet werden können, werden aus der weiteren Analyse ausgeklammert.

#### 4 Lerner-Index als Wettbewerbsmaß

**633.** Verfügt ein Unternehmen über die Möglichkeit, seine Produkte zu Preisen über deren Grenzkosten abzusetzen, so verfügt dieses Unternehmen über Marktmacht. Bei vollkommenem Wettbewerb dagegen entsprechen die Produktpreise deren Grenzkosten, weil somit gerade die Produktionskosten der letzten produzierten Einheit gedeckt werden. Die Differenz von Preisen zu Grenzkosten stellt damit einen geeigneten Indikator für die Preissetzungsmacht eines Unternehmens dar. Allerdings gilt hier zu berücksichtigen, dass auf realen Märkten in der Regel kein vollkommener Wettbewerb beobachtet werden kann, sondern – beispielsweise aufgrund von Fixkosten und Produktheterogenität – für jedes Unternehmen eine gewisse Marktmacht angenommen werden muss.

**634.** Der sogenannte Lerner-Index zur Messung der Wettbewerbsintensität ( $L$ ) für ein spezifisches Unternehmen ( $i$ ) basiert auf diesen Annahmen und definiert sich als Verhältniskennzahl der unternehmensspezifischen Gewinnaufschläge, als Differenz zwischen Preis und Grenzkosten ( $P_i - GK_i$ ) zum jeweiligen Preis ( $P_i$ ):

$$L_i = \frac{P_i - GK_i}{P_i}.$$

Der Index nimmt im Marktgleichgewicht bei vollständiger Konkurrenz demnach einen Wert von Null an und impliziert in allen Fällen von  $L_i > 0$ , dass ein Unternehmen über einen gewissen Preissetzungsspielraum und damit Marktmacht ver-

fügt.<sup>32</sup> Die unternehmensspezifischen Werte des Lerner-Index können weiter zu einem aggregierten Wettbewerbsmaß ( $C$ ) für einen Markt oder Wirtschaftszweig ( $j$ ) zusammengefasst werden, indem das arithmetische Mittel der Lerner Indices aller Anbieter ( $N$ ) bestimmt wird:

$$C_j = 1 - \left( \frac{1}{N_j} \right) \sum L_i.$$

Durch das Abziehen des Lerner-Maßes von 1 wird die Interpretation der Kennzahl vereinfacht, so dass gilt: je größer der Wert, desto höher die implizierte Wettbewerbsintensität.

**635.** Wettbewerbsmaße auf Grundlage des Lerner-Index sind in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur etabliert. Beispielsweise nutzen Aghion u. a. (2005) ein solches Maß zur empirischen Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Wettbewerbsintensität und Innovationstätigkeit von Unternehmen und auch in einem 2011 veröffentlichten Abschlussbericht eines von der Europäischen Kommission geförderten Forschungsprojektes zur generellen Rolle industriepolitischer Maßnahmen für wirtschaftliche Wachstumsprozesse findet der Lerner-Index Anwendung als Indikator für die Wettbewerbsintensität.<sup>33</sup> Ein wesentlicher Vorteil des Lerner-Index gegenüber traditionellen Wettbewerbsmaßen, wie etwa Konzentrationsraten und Herfindahl Indizes, ist die weit weniger große Abhängigkeit von einer sachgerechten Marktabgrenzung, da dieser Indikator auf Unternehmensebene berechnet wird. Die Monopolkommission hat bereits in ihrem letzten Hauptgutachten Wettbewerbsmaße auf Grundlage des Lerner-Index ausgewiesen, konnte die Berechnung für das vorliegende Gutachten allerdings weiter verbessern, wie im nachfolgenden Abschnitt genauer erläutert wird.

#### 4.1 Empirische Bestimmung des Lerner-Index

**636.** Eine empirische Bestimmung des Lerner-Index ist nicht unproblematisch. Wesentlicher Grund hierfür ist, dass die Grenzkosten eines Unternehmens in der Regel nicht bekannt sind, jedoch eine zentrale Größe zur Berechnung des Index darstellen. Daher muss es sich bei einer jeden empirischen Bestimmung von grenzkostenbasierten Wettbewerbsmaßen um eine adäquate Annäherung handeln. Die Monopolkommission approximiert den Lerner-Index in Anlehnung an Aghion u. a. (2005) als Umsatzrendite, da sich diese aus Bilanzkennzahlen auf Jahresabschlussbasis errechnen lässt.<sup>34</sup> Der Literatur folgend wird der Lerner-Index für Unternehmen  $i$  zum Beobachtungszeitpunkt  $t$  in der empirischen Anwendung demnach definiert als Verhältniskennzahl des operativen Gewinns abzüglich der Kapitalkosten zum Gesamtumsatz:

$$L_{it} = 1 - \left( \frac{\text{Operativer Gewinn}_{it} - \text{Kapitalkosten}_{it}}{\text{Umsatz}_{it}} \right).$$

**637.** Während sich unternehmensspezifische Informationen zu operativen Gewinnen und Umsätzen der Orbis-Datenbank entnehmen lassen, stehen keine unmittelbaren Informationen zu Kapitalkosten zur Verfügung. Aghion u. a. (2005) multiplizieren zur Bestimmung der individuellen Kapitalkosten den jeweiligen Kapitalstock mit einem einheitlichen Kostenterm in Höhe von 8,5 Prozent für alle Branchen und Beobachtungsperioden.<sup>35</sup> Anstatt diesen Kostenterm zu übernehmen, wie im letzten Hauptgutachten geschehen, hat die Monopolkommission erstmals eigene Berechnungen zu unternehmens- und periodenspezifischen Kapitalkosten in Anlehnung an die Berechnungsmethode von Nickell (1996) unternommen, um branchen- und unternehmensspezifischen Unterschieden sowie Veränderungen über die Zeit Rechnung zu tragen.<sup>36</sup> Dafür wurden die Kapitalkosten ( $c$ ) als Summe des langfristigen Zinssatzes ( $r$ ), der Abschreibungsrate ( $\delta$ ) und einer unternehmensspezifischen Risikoprämie ( $p$ ) angenommen:

<sup>32</sup> Vgl. Lerner, A., The Concept of Monopoly and the Measurement of Monopoly, *Review of Economic Studies* 1(3), 1934, S. 157-175 und Elzinga, K.G./Mills, D. E., The Lerner Index of Monopoly Power: Origins and Uses, *American Economic Review: Papers & Proceedings* 101(3), 2011, S. 558-564.

<sup>33</sup> Vgl. Aghion, P. u. a., An Inverted-U Relationship, *The Quarterly Journal of Economics* 120(2), 2005, S. 701-728 und Aghion, P. u. a., *Industrial Policy and Competition*, GRASP Working Paper 17, Juni 2011, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.221.744&rep=rep1&type=pdf>, Abruf am 29. Juni 2016.

<sup>34</sup> Aghion, P. u. a., An Inverted-U Relationship, *The Quarterly Journal of Economics* 120(2), 2005, S. 701-728.

<sup>35</sup> Vgl. Aghion, P. u. a., a. a. O.

<sup>36</sup> Nickell, S. J., Competition and Corporate Performance, *Journal of Political Economy* 104(4), 1996, S. 724-746.

$$c = r + \delta + p.$$

**638.** Zur Ermittlung der Zinssätze wurden den Unternehmensdaten der Orbis-Datenbank Renditeinformationen zu den jeweiligen langfristigen Staatsanleihen für alle Jahre des Beobachtungszeitraums aus der AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission zugespielt.<sup>37</sup> Branchenspezifische Abschreibungsraten wurden aus jährlichen Schätzungen der STAN-Datenbank der OECD zu geldwertmäßigen Abschreibungen auf Anlagevermögen nach Ländern und Wirtschaftszweigen und Schätzungen des Kapitalstocks berechnet.<sup>38</sup> Eine Übersicht der ermittelten Abschreibungsraten nach aggregierten Wirtschaftszweigen findet sich in Tabelle B.2 im Anhang. Für die Risikoprämie eines Unternehmens wurde aus den Informationen der Orbis-Datenbank zunächst auf Grundlage der gezahlten Fremdkapitalzinsen und der Gesamtverschuldung eine Zinsrate bestimmt, von welcher wiederum kurzfristige Zinsraten abgezogen wurden, welche aus der AMECO-Datenbank auf Länderebene zugespielt wurden. Schließlich wurden die unternehmensspezifischen Kapitalkosten auf Grundlage der erläuterten Variablen und des angegebenen Anlagevermögens berechnet und für die Berechnung des Lerner-Maßes verwendet. Es gilt zu beachten, dass Unternehmen, welche keine vollständigen Informationen zur Berechnung des Wettbewerbsmaßes aufweisen, aus der Analyse ausgeschlossen werden. Daher stehen für Auswertungen des Wettbewerbsmaßes weniger Fallzahlen zur Verfügung als für Analysen zur Verflechtungsintensität.

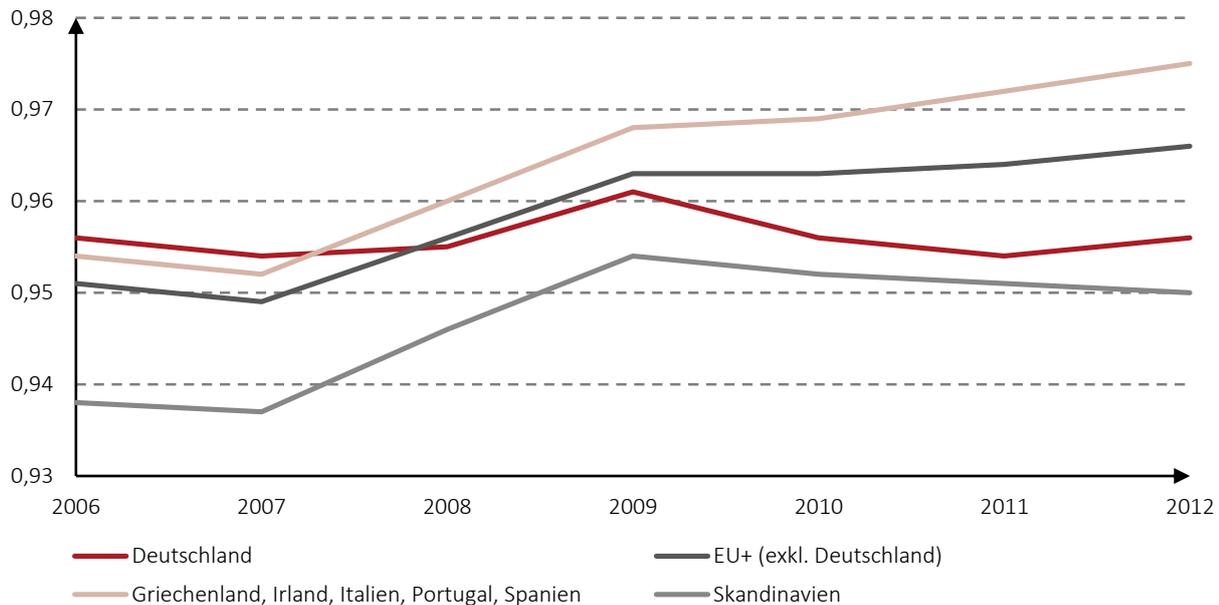
## 4.2 Empirische Befunde zur Wettbewerbsintensität

**639.** Abbildung III.1 zeigt, dass die durchschnittliche Wettbewerbsintensität der in Deutschland ansässigen Unternehmen im Beobachtungszeitraum relativ konstant verläuft.<sup>39</sup> Als Maß für die Wettbewerbsintensität wird der Lerner-Index gemäß Abschnitt 4.1 verwendet. Lediglich mit Beginn der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahre 2008 steigt auch die Wettbewerbsintensität leicht an, um 2010 wieder auf Vorkrisenniveau abzufallen. Ein solcher Ausschlag erscheint angesichts einer einbrechenden Nachfrage nachvollziehbar. Allerdings ist anzumerken, dass der verwendete bilanzdatenbasierte Wettbewerbsindikator zum Teil schlicht konjunkturelle Schwankungen widerspiegeln kann. Im Vergleich zur durchschnittlichen Wettbewerbsintensität in den EU-28 Ländern sowie Norwegen und der Schweiz (EU+) weist Deutschland seit Krisenbeginn 2008 niedrigere Werte auf, obgleich alle gemessenen Werte auf einem relativ hohen Niveau über 0,95 liegen. Die durchschnittliche Wettbewerbsintensität in europäischen Staaten exklusive Deutschland ist vermutlich stark durch einen überproportionalen Abfall der allgemeinen Unternehmensperformance in den Ländern beeinflusst, die von der Krise überdurchschnittlich betroffen waren. Betrachtet man in Abbildung III.1 die Werte für die Länder Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien als relativ stark betroffene Ländergruppe gegenüber einem weniger betroffenen skandinavischen Länderaggregat, so wird diese unterschiedliche Entwicklung deutlich. Es sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass die in Abbildung III.1 präsentierten Durchschnittswerte keinesfalls Rückschlüsse auf einzelne Märkte innerhalb der Länderkategorien zulassen.

<sup>37</sup> Für Estland wurden Durchschnittswerte über andere Länder des Baltikums angenommen, da keine länderspezifischen Informationen verfügbar sind.

<sup>38</sup> Hierzu wurden ISIC Rev. 4 2-Steller Angaben in ein NACE Rev. 2 2-Steller Format umgewandelt. Für einige Länder sind Informationen lediglich auf einer höheren Wirtschaftszweigebene als der 2-Steller Ebene verfügbar. In diesen Fällen wurden Werte der nächsthöheren Aggregationsstufe angenommen. Zum Zeitpunkt der Berechnung waren lediglich Informationen bis 2011 verfügbar, weshalb die Abschreibungsraten dieses Jahres auch für die Folgejahre 2012 und 2013 angenommen werden mussten.

<sup>39</sup> Alle deskriptiven Auswertungen wurden lediglich bis zum Jahr 2012 durchgeführt, weil die Fallzahlen für das Jahr 2013 stark zurückgehen. 2012 wird daher als das aktuellste Jahr mit hinreichend vollständigen Informationen betrachtet. Dies liegt an einer teilweise stark verzögerten Veröffentlichung der Jahresabschlüsse durch die Unternehmen und eine damit verbundene verzögerte Erfassung durch den Datenanbieter.

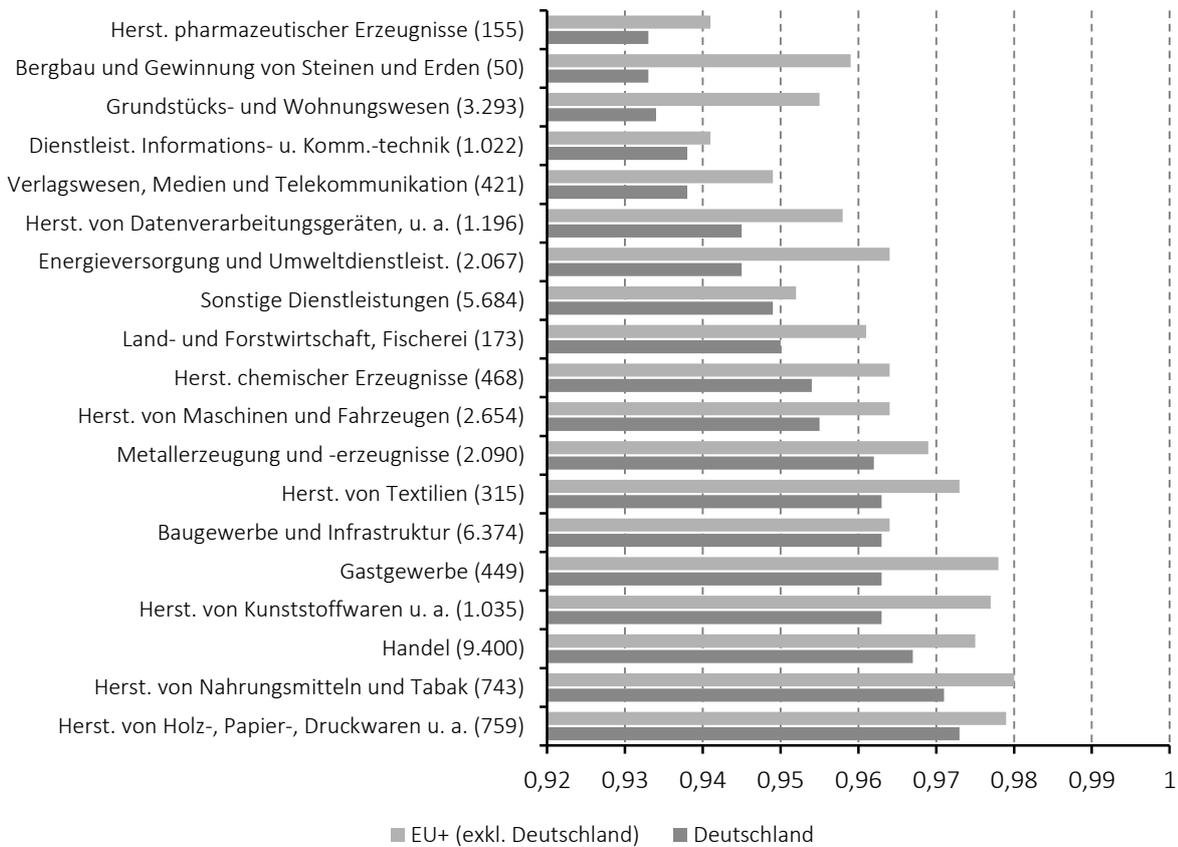
**Abbildung III.1: Entwicklung der durchschnittlichen Wettbewerbsintensität im Beobachtungszeitraum**

Anmerkungen: Die Kategorie EU+ beinhaltet Unternehmen der EU-28 Mitgliedstaaten sowie mit Sitz in Norwegen oder der Schweiz. Als Maß für die Wettbewerbsintensität wird der Lerner-Index verwendet (vgl. Abschnitt 4)

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten der Europäischen Kommission, OECD und Bureau van Dijk

**640.** Abbildung III.2 zeigt die durchschnittliche Wettbewerbsintensität in Deutschland und anderen europäischen Ländern nach Wirtschaftsbereichen für das Jahr 2012. Die Wirtschaftsbereiche sind nach Höhe der Wettbewerbsintensität in Deutschland absteigend sortiert. Der Wirtschaftsbereich mit der höchsten Wettbewerbsintensität ist der Bereich „Herstellung von Holz-, Papier-, Druckwaren und Mineralölverarbeitung“. Der Wirtschaftsbereich mit der vergleichsweise niedrigsten Wettbewerbsintensität in Deutschland ist der Bereich „Herstellung pharmazeutischer Erzeugnisse“. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass es sich bei Medikamenten tendenziell um relativ heterogene Güter handelt und vor allem im Bereich von Originalpräparaten der Wettbewerb durch Patente eingeschränkt wird. Die zweit- und drittniedrigste Wettbewerbsintensität weisen die Bereiche „Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden“ sowie das „Grundstücks- und Wohnungswesen“ auf, wobei bezüglich beider Bereiche ein deutlicher Unterschied zum europäischen Durchschnitt auffällt. Interessant erscheint die Entwicklung der Wettbewerbsintensität im Bereich Grundstücks- und Wohnungswesen (vgl. Abbildung III.2). Es fallen im Grundstücks- und Wohnungswesen gegenläufige Entwicklungen auf: Während die erzielten Gewinnmargen seit Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise im europäischen Durchschnitt gesunken sind und einen stärkeren Wettbewerb implizieren, sind sie in Deutschland gestiegen und deuten auf eine Abnahme der Wettbewerbsintensität hin. Unterschiedliche Faktoren können hierfür verantwortlich sein, wie etwa ein Anstieg der Wohnraumnachfrage in Deutschland im Rahmen von Investitionsstrategien aufgrund niedriger Zinserträge für Alternativanlagen und vergleichsweise konstanter Beschäftigungs- und Einkommensverhältnisse zusammen mit Konsolidierungsprozessen auf der Anbieterseite. Zudem handelt es sich um einen Bereich mit kurzfristig unelastischem Angebot.

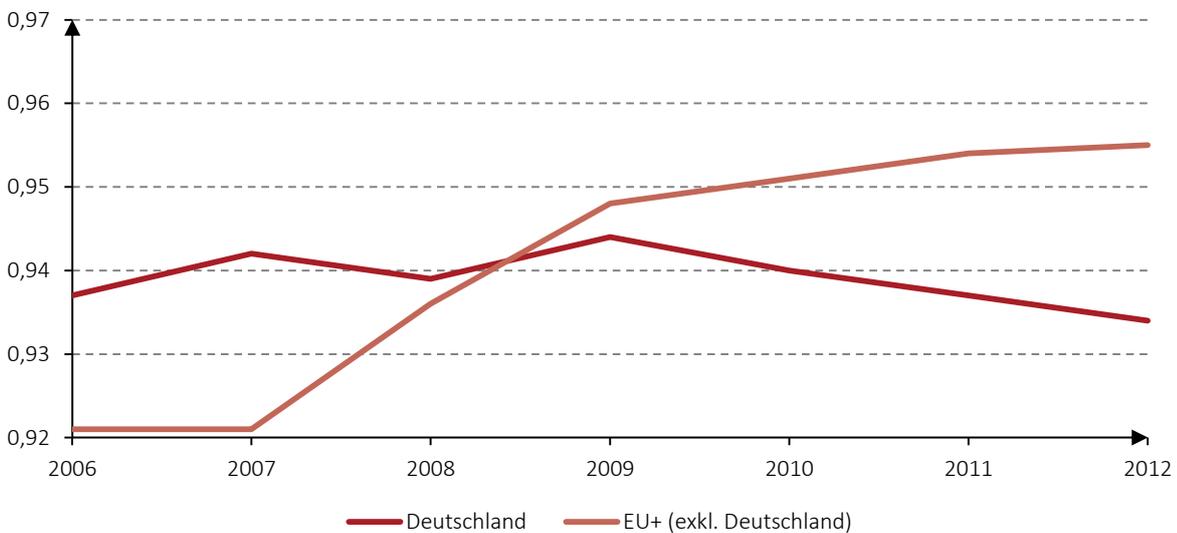
**Abbildung III.2: Wettbewerbsintensität nach Wirtschaftsbereichen im Jahr 2012**



Anmerkungen: Die Kategorie EU+ beinhaltet Unternehmen der EU-28 Mitgliedstaaten sowie mit Sitz in Norwegen oder der Schweiz. Die Anzahl der (unkonsolidierten) Unternehmen eines aggregierten Wirtschaftsbereiches in Klammern beziehen sich ausschließlich auf Deutschland

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten der Europäischen Kommission, OECD und Bureau van Dijk

**Abbildung III.3: Entwicklung der Wettbewerbsintensität im Grundstücks- und Wohnungswesen**



Anmerkungen: Die Kategorie EU+ beinhaltet Unternehmen der EU-28 Mitgliedstaaten sowie mit Sitz in Norwegen oder der Schweiz

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten der Europäischen Kommission, OECD und Bureau van Dijk

## 5 Empirische Befunde zur Bedeutung von Minderheitsbeteiligungen

### 5.1 Quantitative Bedeutung

**641.** Unternehmensverflechtungen über kapitalmäßige Minderheitsbeteiligungen, welche zumeist gleichfalls Stimmrechtsanteile beinhalten, stellen keinesfalls Einzelfälle dar. Abbildung III.4 veranschaulicht den Anteil von – über Minderheitsbeteiligungen – verflochtenen Unternehmen nach Ländern. Die Länder sind absteigend nach Gesamtverflechtungsgrad sortiert. Den geringsten Verflechtungsgrad weist Ungarn auf, mit etwa einem halben Prozent aller Unternehmen. Den höchsten Verflechtungsgrad weist Luxemburg mit 14 Prozent aller Unternehmen auf. Deutschland befindet sich mit fast vier Prozent im Mittelfeld. Zusätzlich werden in Abbildung III.4 Anteilseigner getrennt von Zielunternehmen ausgewiesen. Es fällt hier zunächst auf, dass in den allermeisten Ländern der Anteil von Zielunternehmen den Anteil von Anteilseignern deutlich übersteigt. Dies ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass zur Ermittlung von Anteilseignern keine Beteiligungen außerhalb des Berichtskreises der EU-28 Länder sowie Norwegen und der Schweiz berücksichtigt wurden. In Italien liegt der Anteil von Anteilseignern jedoch über dem der Zielunternehmen, was auf eine besondere Bedeutung von innereuropäischen Beteiligungen hindeutet.<sup>40</sup>

**642.** Abbildung III.5 zeigt die anteilmäßige Verflechtung über Minderheitsbeteiligungen nach Wirtschaftsbereichen. Den mit Abstand höchsten Verflechtungsgrad weist der Bereich Energieversorgung und Umweltdienstleistungen mit 18 Prozent auf, gefolgt von der Herstellung pharmazeutischer Erzeugnisse mit 13 Prozent sowie dem Bergbau und der Gewinnung von Steinen und Erden mit 12 Prozent. Am wenigsten verflochten ist der Bereich Grundstücks- und Wohnungswesen mit zwei Prozent. Zudem konnten für den Bereich Grundstücks- und Wohnungswesen ausschließlich Zielunternehmen identifiziert werden und keine Anteilseigner, was bedeutet, dass Minderheitsverflechtungen zwischen ansonsten unabhängigen Unternehmen innerhalb Europas in diesem Bereich keine bedeutende Rolle spielen. Zur Verflechtung über Mehrheitsanteile kann im Rahmen dieser Analyse keine Aussage getroffen werden. Insgesamt wird deutlich, dass Unternehmen in allen betrachteten Wirtschaftsbereichen über Minderheitsbeteiligungen mit anderen, ansonsten unabhängigen Unternehmen verbunden sind und daher tendenziell von wettbewerbsverzerrenden Effekten durch diese betroffen wären.

**643.** In Abbildung III.4 und Abbildung III.5 sind alle in der Datenbasis erfassten Unternehmen berücksichtigt und damit auch eine große Anzahl von Unternehmen, welche nicht börsennotiert sind und denen ein eher geringes wirtschaftliches Gewicht zukommt. Um die Bedeutung von Minderheitsbeteiligungen für Unternehmen mit vergleichsweise größerem wirtschaftlichen Gewicht auf ihren jeweiligen Märkten herauszustellen, wird die prozentuale Verflechtung in Abbildung III.6 nach Unternehmensgrößenklassen angegeben. Beträgt der Anteil verflochtener Unternehmen insgesamt unter Berücksichtigung aller Unternehmen beispielsweise im Bereich Energieversorgung und Umweltdienstleistungen 18 Prozent (vgl. Abbildung III.5), so sind dies unter ausschließlicher Berücksichtigung von Großunternehmen 46 Prozent.<sup>41</sup> Insgesamt schwankt der Verflechtungsgrad in den betrachteten Wirtschaftsbereichen nach Eingrenzung auf Großunternehmen zwischen 12 Prozent und 46 Prozent und liegt damit weit höher als in der Gruppe kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU), in welcher der Verflechtungsgrad zwischen zwei Prozent und 17 Prozent liegt.<sup>42</sup> Abschließend lässt sich demnach festhalten, dass Minderheitsbeteiligungen in allen betrachteten Wirtschaftsbereichen verbreitet sind und diese Verbreitung mit Zunahme des wirtschaftlichen Gewichts von Unternehmen zunimmt.

### 5.2 Minderheitsbeteiligungen und Wettbewerbsintensität

**644.** Im vorangegangenen Abschnitt wurde die Verbreitung von Unternehmensverflechtungen über Minderheitsbeteiligungen dargestellt. Es konnte festgehalten werden, dass Minderheitsbeteiligungen in allen betrachteten Wirtschaftsbe-

<sup>40</sup> Es gilt zu beachten, dass die angegebenen Verflechtungsquoten unter- bzw. überschätzt werden können, wenn die Datenverfügbarkeit, z. B. durch unterschiedliche Offenlegungspflichten, von Land zu Land unterschiedlich ausfällt.

<sup>41</sup> Großunternehmen werden nach der EU-Empfehlung 2003/361/EG als solche definiert, welche einen Jahresumsatz von mindestens EUR 2 Mio. berichten.

<sup>42</sup> Kleine und mittlere Unternehmen (KMU) werden nach der EU-Empfehlung 2003/361/EG als solche definiert, welche einen Jahresumsatz zwischen EUR 2 Mio. und EUR 50 Mio. berichten.

reichen existieren und ihre Verbreitung mit zunehmendem wirtschaftlichen Gewicht der betrachteten Unternehmen zunimmt. Die Verbreitung des Phänomens lässt indes nicht zwangsläufig Rückschlüsse auf die wettbewerbliche Relevanz desselben zu. Im Folgenden wird deshalb die Wettbewerbsintensität der über Minderheitsbeteiligungen verflochtenen Unternehmen der Wettbewerbsintensität nicht verflochtener Unternehmen gegenübergestellt.

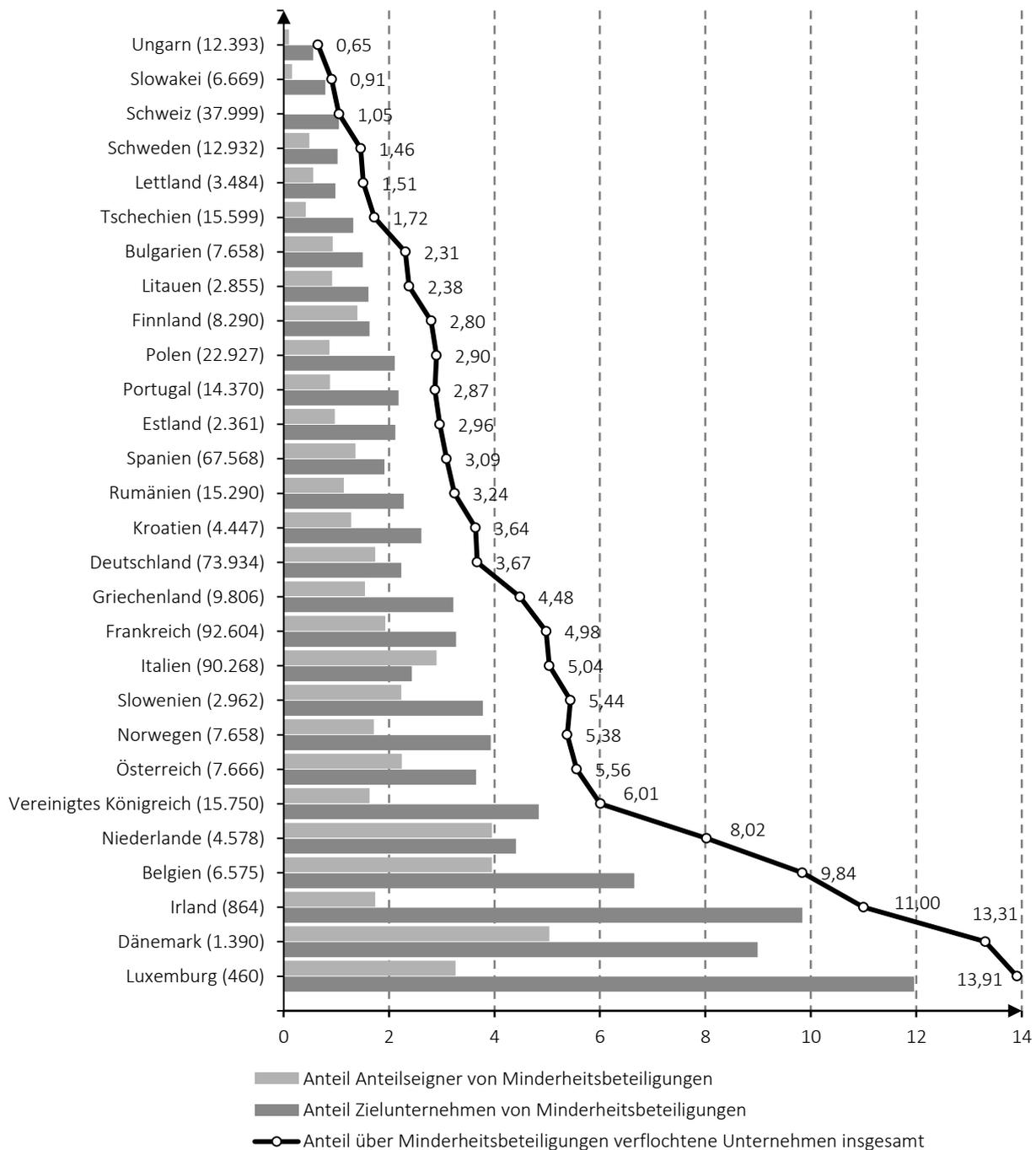
**645.** In Abbildung III.7 ist die durchschnittliche Wettbewerbsintensität von verflochtenen und nicht verflochtenen Unternehmen nach Wirtschaftsbereichen dargestellt. Die Differenzen der Mittelwerte der beiden Unternehmensgruppen wurden mit Hilfe des t-Tests auf statistische Signifikanz getestet. Aus Abbildung III.7 wird deutlich, dass in den meisten Wirtschaftsbereichen die Gruppe der nicht verflochtenen Unternehmen eine durchschnittlich niedrigere Wettbewerbsintensität aufweist. Lediglich in den Bereichen „Herstellung von Kunststoff-, Gummi-, Glas- und Keramikwaren“, „Energieversorgung und Umweltdienstleistungen“ sowie „Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden“ weisen verflochtene Unternehmen eine Wettbewerbsintensität auf, die statistisch signifikant niedriger ist als die in der Gruppe nicht verflochtener Unternehmen. Dieses Ergebnis mag zunächst verwundern, da die Monopolkommission in ihrem letzten Hauptgutachten noch einen allgemeinen positiven Zusammenhang zwischen Minderheitsbeteiligung und Wettbewerbsintensität berichtete.<sup>43</sup> Die Gründe hierfür sind in der weiterentwickelten Berechnung des verwendeten Lerner-Maßes und der Berücksichtigung wirtschaftszweigspezifischer Abschreibungsraten sowie von immateriellen Vermögensgegenständen bei der Ermittlung der Kapitalkosten, wie etwa erworbene Patent- und Markenrechte, Lizenzen, Software und Entwicklungskosten, zu finden.<sup>44</sup>

---

<sup>43</sup> Vgl. Monopolkommission, XX. Hauptgutachten, a. a. O., Abb. III.14.

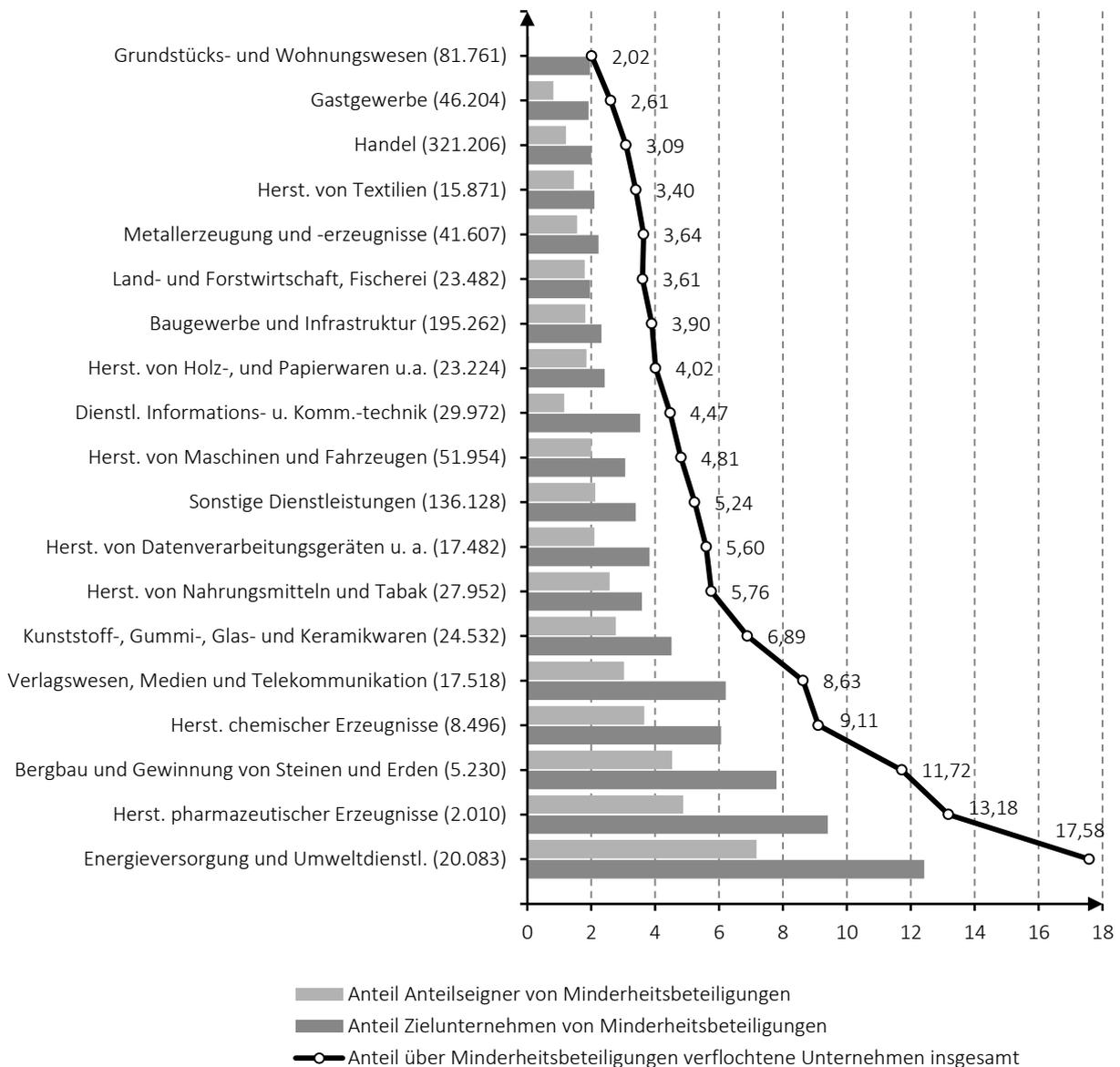
<sup>44</sup> Vgl. zur Berechnung Tz. 636 ff. in diesem Gutachten.

**Abbildung III.4: Über Minderheitsbeteiligungen verflochtene Unternehmen nach Ländern 2012 in %**



Anmerkungen: Berücksichtigt wurden Minderheitsbeteiligungen zwischen konsolidierten Unternehmenseinheiten, die nicht letztlich von derselben institutionellen Einheit kontrolliert werden und nicht von institutionellen Investoren oder natürlichen Personen gehalten werden. Die Anzahl der Unternehmen insgesamt je Land ist jeweils in Klammern angegeben. Für den Anteil von Anteilseignern werden lediglich Beteiligungen innerhalb der EU-28 sowie Norwegen und der Schweiz berücksichtigt

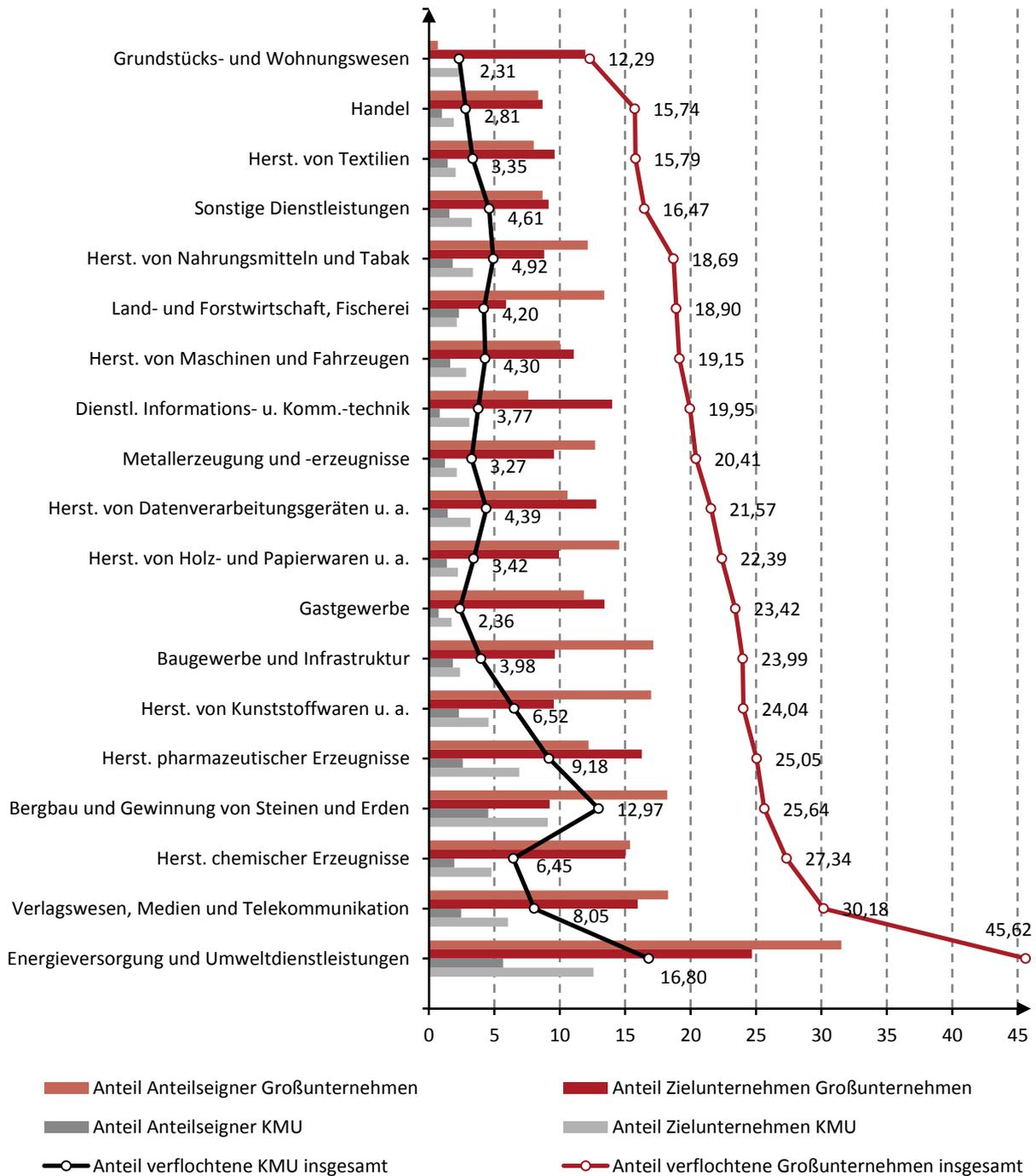
Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten von Bureau van Dijk

**Abbildung III.5: Über Minderheitsbeteiligungen verflochtene Unternehmen nach Wirtschaftsbereichen 2012 in %**

Anmerkungen: Berücksichtigt wurden Minderheitsbeteiligungen zwischen unkonsolidierten Unternehmenseinheiten, die nicht letztlich von derselben institutionellen Einheit kontrolliert werden und nicht von institutionellen Investoren oder natürlichen Personen gehalten werden. Die Anzahl der Unternehmen insgesamt je Wirtschaftsbereich ist jeweils in Klammern angegeben. Für den Anteil von Anteilseignern werden lediglich Beteiligungen innerhalb der EU-28 sowie Norwegen und der Schweiz berücksichtigt

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten von Bureau van Dijk

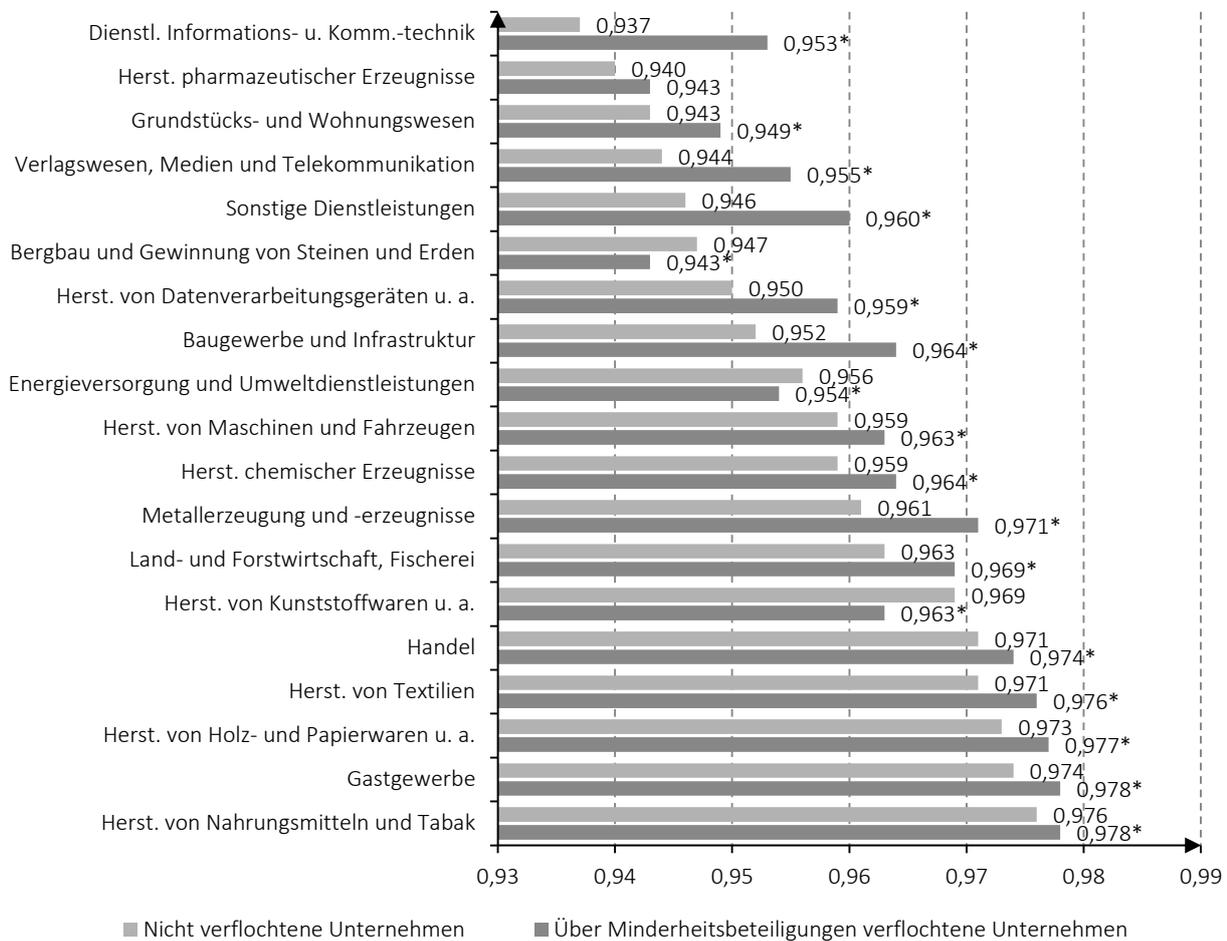
Abbildung III.6: Verflochtene Unternehmen nach Wirtschaftsbereichen und Größenklassen 2012 in %



Anmerkungen: Kleine und mittlere Unternehmen (KMU) sowie Großunternehmen werden nach EU-Empfehlung 2003/361/EG als solche definiert, die einen Jahresumsatz zwischen EUR 2 Mio. und EUR 50 Mio. bzw. darüber aufweisen. Berücksichtigt wurden Minderheitsbeteiligungen zwischen unkonsolidierten Unternehmenseinheiten, die nicht letztlich von derselben institutionellen Einheit kontrolliert werden und nicht von institutionellen Investoren oder natürlichen Personen gehalten werden. Für den Anteil von Anteilseignern werden lediglich Beteiligungen innerhalb der EU-28 sowie Norwegen und der Schweiz berücksichtigt

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten von Bureau van Dijk

**Abbildung III.7: Wettbewerbsintensität verflochtener und nicht verflochtener Unternehmen nach Wirtschaftsbereich**



Anmerkungen: Berücksichtigt wurde der gesamte Beobachtungszeitraum 2006-2013. Alle mit \* gekennzeichneten Werte sind auf einem Fehlerniveau von einem Prozent statistisch signifikant verschieden vom Mittelwert der Gruppe nicht verflochtener Unternehmen desselben Wirtschaftsbereichs

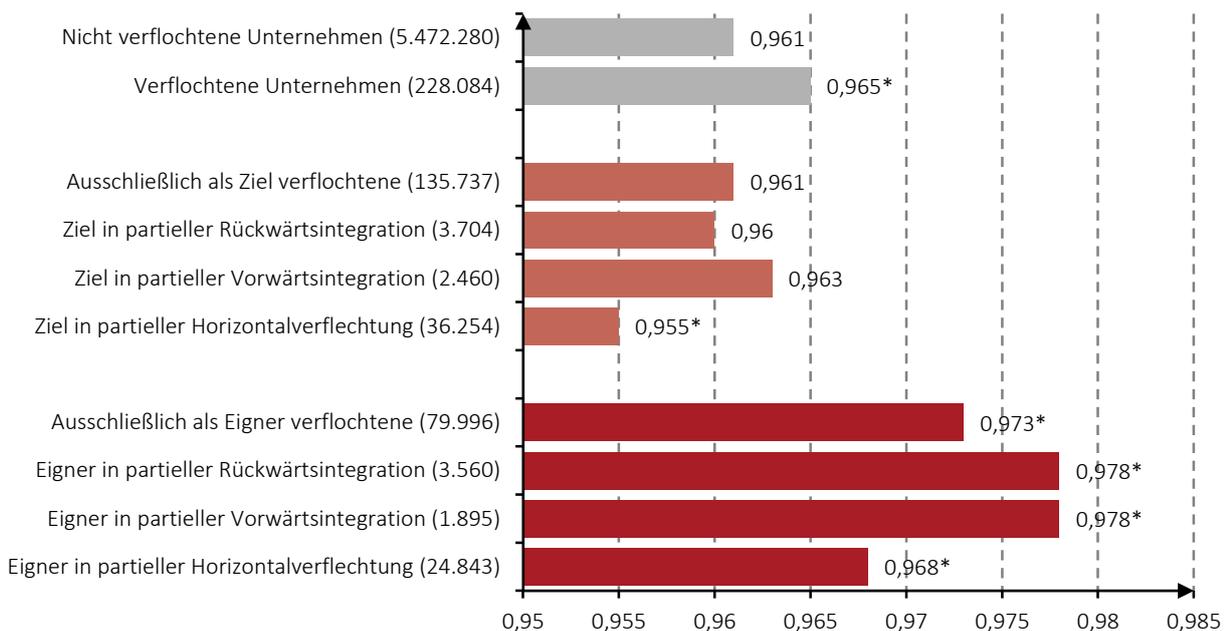
Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten der Europäischen Kommission, OECD und Bureau van Dijk

**646.** Abbildung III.8 zeigt, dass die Gruppe verflochtener Unternehmen auch über Wirtschaftsbereiche hinweg eine durchschnittlich höhere Wettbewerbsintensität aufweist. Wie bereits bei der Analyse von Unterschieden nach Wirtschaftsbereichen, gibt dieser Befund zunächst keinen Anlass für die Annahme, Minderheitsbeteiligungen verschafften den beteiligten Unternehmen grundsätzlich mehr Raum zur Preisgestaltung aufgrund besonderer Marktmacht. In Abbildung III.8 werden zusätzliche Untergruppen von Beteiligungsunternehmen gebildet, um Unterschieden nach Art der Verflechtung und dem Umstand, ob ein jeweiliges Unternehmen Anteilseigner oder Zielunternehmen ist, Rechnung zu tragen. Der Durchschnittswert für Zielunternehmen von Minderheitsbeteiligungen unterscheidet sich nicht vom Durchschnitt nicht verflochtener Unternehmen. Der Durchschnittswert für Anteilseigner von Minderheitsbeteiligungen liegt sogar über dem Wert nicht verflochtener Unternehmen. Dieser Befund weist ebenfalls nicht auf einen grundsätzlichen Nutzen der Beteiligung des investierenden Unternehmens für seine Preisgestaltung im Sinne einer höheren Monopolrente hin. Vielmehr lassen sich diese Unterschiede vermutlich auf zusätzliche Merkmale wie beispielsweise die Unternehmensgröße und/oder unterschiedliche Vermögenszusammensetzungen und damit Abschreibungen zurückführen. Diese Unterschiede werden weiter unten in Abschnitt 5.4 berücksichtigt.

**647.** Betrachtet man in Abbildung III.8 die Unterschiede bezüglich der Richtung der Beteiligung entlang einer Wertschöpfungskette, so zeigt sich in der Gruppe der Anteilseigner, dass Unternehmen mit horizontalen Minderheitsbeteili-

gungen zwar die geringste Wettbewerbsintensität aufweisen, diese aber dennoch über dem Wert für nicht verflochtene Unternehmen liegt. Für Zielunternehmen von horizontalen Beteiligungen kann hingegen im Vergleich zu nicht verflochtenen Unternehmen eine niedrigere Wettbewerbsintensität festgestellt werden. Dies könnte ein Indiz für wettbewerbschmälernde Auswirkungen horizontaler Verbindungen darstellen. Allerdings handelt es sich hier lediglich um den Vergleich von Durchschnittswerten und es werden keinerlei zusätzliche Erklärungsfaktoren berücksichtigt. Selbst wenn hier eine Korrelation der beiden Größen – Wettbewerbsintensität und Verflechtung über Minderheitsbeteiligung – besteht, so sagt dies keinesfalls etwas über das Vorliegen oder die Wirkungsrichtung eines Kausalzusammenhangs dieser Größen aus.

**Abbildung III.8: Wettbewerbsintensität nach Art der Verflechtung**



Anmerkungen: Berücksichtigt wurde der gesamte Beobachtungszeitraum 2006-2013; Alle mit \* gekennzeichneten Werte sind auf einem Fehlerniveau von einem Prozent statistisch signifikant verschieden vom Mittelwert der Gruppe nicht verflochtener Unternehmen

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten der Europäischen Kommission, OECD und Bureau van Dijk

### 5.3 Nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen im Kontext der europäischen Fusionskontrolle

**648.** Im Jahr 2014 veröffentlichte die Europäische Kommission ein Weißbuch, welches unter anderem den Vorschlag enthält, den Anwendungsbereich der FKVO auf nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen auszuweiten.<sup>45</sup> Der Vorschlag begründet sich in Bedenken der Kartellbehörden sowie der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung bezüglich wettbewerbsverzerrender Auswirkungen von nicht-kontrollierenden Minderheitsbeteiligungen und damit in einer möglichen Schutzlücke der FKVO. Die einzelnen Möglichkeiten wettbewerbswidriger Auswirkungen wurden bereits weiter oben in Abschnitt 2 ausführlich dargelegt. Der Veröffentlichung des Weißbuchs der Europäischen Kommission gingen Konsultationen von Kartellbehörden der Mitgliedstaaten und anderen beteiligten Akteuren sowie eine empirisch gestützte Abschätzung problematischer Transaktionsfälle voraus. Bei der Schätzung potenziell problematischer Beteiligungen kommt die Europäische Kommission zu dem Ergebnis, dass es sich jährlich um etwa 20-30 Fälle handeln dürfte, wobei von einem Minimal- bzw. Maximalszenario von 12 bzw. 38 Fällen auszugehen sei. Diese Schätzung beruht haupt-

<sup>45</sup> EU-Kommission, Towards more effective EU merger control, White Paper, COM(2014) 449 final, 9. Juli 2014; Vgl. hierzu auch Kapitel IV in diesem Gutachten.

sächlich auf Erfahrungswerten der deutschen und britischen Kartellbehörden – welche bereits über die Möglichkeit zur Prüfung von nicht-kontrollierenden Minderheitsbeteiligungen verfügen – und Auswertungen der Transaktionsdatenbank Zephyr für den Zeitraum 2005-2011.<sup>46</sup> Die Auswertung der Zephyr-Datenbank ergab 91 Beteiligungsfälle mit potenziell negativen Wettbewerbseffekten für den gesamten Beobachtungszeitraum 2005-2011, von denen für 43 Fälle angenommen wird, dass sie, aufgrund der Umsatzgröße der beteiligten Unternehmen, über eine europäische Dimension verfügen, sodass sie unter den Anwendungsbereich der FKVO fallen. Wie die Europäische Kommission allerdings selbst anmerkt, weist die Auswertung der Zephyr-Datenbank einige Schwächen auf, da das extrahierte Datenmaterial sich zum einen auf börsennotierte Unternehmen beschränkt und zum anderen lediglich Transaktionen erfasst, bei denen sowohl das Erwerberunternehmen als auch das Zielunternehmen ihren Sitz in der EU-27 haben. Minderheitsbeteiligungen nicht börsennotierter Unternehmen und solche durch Erwerber außerhalb der EU-27 können somit nicht berücksichtigt werden und es muss angenommen werden, dass die ermittelten Fallzahlen demnach deutlich unterschätzt werden. Darüber hinaus beschränkt sich die Auswertung auf Beteiligungen innerhalb desselben Wirtschaftszweigs und klammert dadurch vertikale Beteiligungen weitgehend aus, obschon diese gleichfalls Gegenstand der Diskussion um wettbewerbsverzerrende Effekte sind.

**649.** Die Monopolkommission hat eine eigene Auswertung hinsichtlich der Anzahl möglicher wettbewerbsverzerrender nicht-kontrollierender Minderheitsbeteiligungen auf Grundlage der Orbis-Datenbasis durchgeführt. Die Orbis-Unternehmensdatenbank wird von demselben Unternehmen angeboten wie die Zephyr-Transaktionsdatenbank und erfasst über das Modul der Eigentümerstrukturen in der Regel alle Transaktionen, die auch im Rahmen der Zephyr-Datenbank verfügbar sind.<sup>47</sup> Darüber hinaus werden allerdings auch Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen erfasst und auf Zielebene auch solche durch Unternehmen mit Sitz außerhalb Europas. Die Monopolkommission weist darauf hin, dass auch die folgende Analyse Ungenauigkeiten aufweist, jedoch aufgrund der umfassenderen Datenbasis einen wichtigen Beitrag zur Einschätzung der Bedeutung nicht-kontrollierender Minderheitsbeteiligungen leisten kann.

**650.** Um die Bedeutung nicht-kontrollierender Minderheitsbeteiligungen einschätzen zu können, ist nicht nur von Interesse, wie viele Transaktionen in einer Zeitperiode neu getätigt werden, sondern auch, wie viele derartige Verbindungen zu einem bestimmten Zeitpunkt bestehen. Die Monopolkommission weist daher sowohl zum Stichtag 31.12.2012 identifizierte Verbindungen aus einer statischen Perspektive als auch im Zeitraum 2006-2013 neu identifizierte Beteiligungen aus einer dynamischen Perspektive aus. Bei den identifizierten Beteiligungen handelt es sich um kapitalmäßige Minderheitsbeteiligungen von höchstens 50 Prozent der gesamten Zielunternehmensanteile. Verbindungen mit Beteiligung aus Finanzsektoren und von institutionellen Investoren – wie etwa Banken, Versicherungen und Fondsgesellschaften – oder durch natürliche Personen sowie öffentliche Institutionen und Staaten wurden aus der Analyse ausgeklammert. Des Weiteren wurden nur Beteiligungen berücksichtigt, deren beteiligte Unternehmen nicht letztlich von derselben institutionellen Einheit mehrheitlich kontrolliert werden. Minderheitsbeteiligungen die trotz einer relativ geringen Beteiligungshöhe den Erwerb ausreichenden strategischen Einflusses bedeuten, z. B. durch Formen von gemeinsamer oder faktisch alleiniger Kontrolle, fallen bereits jetzt in den Anwendungsbereich der FKVO.<sup>48</sup> Es ist nicht möglich alle Formen derartiger aktiver Minderheitsbeteiligungen auszuschließen, weder auf Grundlage von Informationen aus der Zephyr- noch der Orbis-Datenbank. Behelfsweise wird angenommen, dass Minderheitsbeteiligungen dann mit großer Wahrscheinlichkeit nicht-kontrollierender Natur sind, wenn darüber hinaus mindestens ein weiterer Gesellschafter existiert, der Anteile in mindestens gleicher Höhe hält, oder wenn das Zielunternehmen über indirekte Beteiligungen anderweitig mehrheitlich kontrolliert wird.

---

<sup>46</sup> Vgl. für eine detaillierte Beschreibung die Begleitdokumente des Weißbuchs EU-Kommission, Impact Assessment, Commission Staff Working Document accompanying the document towards more effective EU merger control, SWD(2014) 217 final, 9. Juli 2014 und EU-Kommission, Annex II to the Commission Staff Working Document accompanying the document towards more effective EU merger control, SWD(2013) 239 final Part 3/3, 25. Juni 2013.

<sup>47</sup> Für eine detailliertere Beschreibung der Orbis-Datenbank sowie der Beteiligungsinformationen vgl. Gliederungspunkt 3.1 in diesem Kapitel.

<sup>48</sup> Vgl. Art. 3 Abs. 2 FKVO.

**651.** Tabelle III.3 zeigt die für das Jahr 2012 identifizierten Fälle bestehender nicht-kontrollierender Minderheitsbeteiligungen in EU-28 Mitgliedstaaten sowie Norwegen.<sup>49</sup> Insgesamt bestehen nach den definierten Kriterien etwa 14.000 derartige Unternehmensverbindungen die den Kategorien horizontal, vertikal rückwärts und vertikal vorwärts zugeordnet werden konnten. Unter diesen wurden 1.916 als partielle Rückwärtsintegrationen und 1.236 als partielle Vorwärtsintegrationen identifiziert. Mit 10.858 wurde der überwiegende Anteil als horizontal klassifiziert.<sup>50</sup> Um einschätzen zu können, ob die betrachteten Beteiligungen eine europäische Dimension aufweisen und dadurch überhaupt erst in den Anwendungsbereich der FKVO fallen, wurde den zwei wesentlichen Kriterien nachgegangen, zum einen, ob eine Beteiligung grenzübergreifend ist und, zum anderen, wie hoch die Jahresumsätze der beteiligten Unternehmen ausfallen. Tabelle III.3 zeigt, dass etwa 34 Prozent aller identifizierten Beteiligungen grenzübergreifender Natur sind und damit tendenziell eine europäische Dimension aufweisen.

**Tabelle III.3: Nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen (2012)**

		Anzahl Beteiligungen
Partielle Rückwärtsintegration	Gesamt	1.916
	International	685
Partielle Vorwärtsintegration	Gesamt	1.236
	International	610
Partielle Horizontalbeteiligung	Gesamt	10.858
	International	3.516

Anmerkungen: Die Anzahl vertikaler Beteiligungen wird tendenziell unterschätzt, da vor- und nachgelagerte Wirtschaftszweige auf NACE Rev. 2 2-Steller Ebene ermittelt wurden und zudem nur eindeutig identifizierte Handelsgefälle berücksichtigt wurden (vgl. Tz. 631 in diesem Gutachten)

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten von Bureau van Dijk und Eurostat

**652.** Tabelle III.4 zeigt, in welchen Wirtschaftsbereichen Unternehmen schwerpunktmäßig tätig sind, die nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen halten. Die absolut meisten sind in den Bereichen „Handel“, „Baugewerbe und Infrastruktur“ sowie „Energieversorgung und Umweltdienstleistungen“ tätig. Wird die Anzahl der Unternehmen jedoch ins Verhältnis zur Gesamtanzahl der Unternehmen in diesem Wirtschaftsbereich gesetzt, so halten relativ die meisten Unternehmen in den Bereichen „Energieversorgung und Umweltdienstleistungen“, gefolgt von den Bereichen „Herstellung pharmazeutischer Erzeugnisse“ und „Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden“ nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen. Der Bereich „Energieversorgung und Umweltdienstleistungen“ weist ebenfalls die höchste relative Häufigkeit an horizontal verbundenen Anteilseignern auf, wohingegen der Bereich „Herstellung pharmazeutischer Erzeugnisse“ relativ die meisten vertikal rückwärts verbundenen Unternehmen aufweist. Der Bereich „Herstellung von Holz-, Papier-, Druckwaren und Mineralölverarbeitung“ weist dagegen die höchste relative Häufigkeit vertikal vorwärts verflochtener Anteilseigner auf. Tabelle III.5 zeigt die absoluten und relativen Häufigkeiten von Zielunternehmen der identifizierten nicht-kontrollierenden Minderheitsbeteiligungen. Hier weist der Bereich „Herstellung pharmazeutischer Erzeugnisse“ relativ die meisten Zielunternehmen nicht-kontrollierender Minderheitsbeteiligungen auf. Danach folgen die Bereiche „Energieversorgung und Umweltdienstleistungen“ sowie „Verlagswesen, Medien und Telekommunikation“. Der hohe Verflechtungsgrad im Bereich „Herstellung pharmazeutischer Erzeugnisse“ ergibt sich auch daraus, dass für diesen Bereich insgesamt eine geringe Anzahl von Anbietern in den Daten ist.

<sup>49</sup> Beteiligungen deren Anteilseigner und Zielunternehmen beide ihren Sitz in der Schweiz haben oder deren Anteilseigner seinen Sitz in der Schweiz hat, jedoch das Ziel außerhalb des EWR, sind nicht Gegenstand der Analyse in diesem Abschnitt, da die Schweiz nicht in den Anwendungsbereich der FKVO fällt.

<sup>50</sup> Vgl. zur Identifikationsstrategie vor- und nachgelagerter Wirtschaftszweige Gliederungspunkt 3.2 in diesem Kapitel.

**Tabelle III.4: Anteilseigner nicht-kontrollierender Minderheitsbeteiligungen nach Wirtschaftsbereichen**

	Horizontal	Vertikal		Anteilseigner insgesamt
		Rückwärts	Vorwärts	
Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	39 (0,178)	0 (0)	5 (0,023)	44 (0,201)
Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden	58 (1,177)	0 (0)	0 (0)	58 (1,177)
Herstellung von Nahrungsmitteln und Tabak	132 (0,507)	0 (0)	0 (0)	132 (0,507)
Herstellung von Textilien	32 (0,218)	0 (0)	0 (0)	32 (0,218)
Herstellung von Holz-, Papier-, Druckwaren und Mineralölverarbeitung	71 (0,372)	9 (0,047)	44 (0,231)	113 (0,593)
Herstellung chemischer Erzeugnisse	43 (0,554)	13 (0,168)	9 (0,116)	58 (0,748)
Herstellung pharmazeutischer Erzeugnisse	21 (1,076)	23 (1,178)	0 (0)	41 (2,100)
Herstellung von Kunststoff-, Gummi-, Glas- und Keramikwaren	105 (0,457)	11 (0,048)	7 (0,030)	122 (0,531)
Metallerzeugung und -erzeugnisse	67 (0,177)	11 (0,029)	73 (0,193)	137 (0,362)
Herstellung von Datenverarbeitungsgeräten, optische und elektronische Ausrüstung	39 (0,262)	16 (0,108)	27 (0,182)	80 (0,538)
Herstellung von Maschinen und Fahrzeugen	116 (0,249)	88 (0,189)	4 (0,009)	195 (0,418)
Energieversorgung und Umweltdienstleistungen	340 (1,806)	75 (0,398)	38 (0,202)	424 (2,252)
Handel	779 (0,275)	289 (0,102)	5 (0,002)	1.047 (0,370)
Gastgewerbe	107 (0,373)	0 (0)	0 (0)	107 (0,373)
Baugewerbe und Infrastruktur	784 (0,456)	67 (0,039)	45 (0,026)	877 (0,510)
Verlagswesen, Medien und Telekommunikation	112 (0,756)	31 (0,209)	34 (0,230)	162 (1,094)
Dienstleistungen Informations- und Kommunikationstechnik	62 (0,327)	0 (0)	0 (0)	62 (0,327)
Grundstücks- und Wohnungswesen	1 (0,001)	0 (0)	0 (0)	1 (0,001)
Sonstige Dienstleistungen	361 (0,332)	3 (0,003)	25 (0,023)	387 (0,356)

Anmerkungen: Die Auswertung bezieht sich auf unkonsolidierte Daten für das Jahr 2012. Der Anteil der identifizierten an allen Unternehmen des jeweiligen Wirtschaftsbereichs im Datensatz ist in Klammern angegeben. Unternehmen mit fehlender Wirtschaftszweigangabe sind nicht berücksichtigt

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten von Bureau van Dijk und Eurostat

**Tabelle III.5: Zielunternehmen nicht-kontrollierender Minderheitsbeteiligungen nach Wirtschaftsbereichen**

	Horizontal	Vertikal		Anteilseigner insgesamt
		Rückwärts	Vorwärts	
Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	59 (0,269)	9 (0,041)	0 (0)	67 (0,306)
Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden	131 (2,658)	0 (0)	0 (0)	131 (2,658)
Herstellung von Nahrungsmitteln und Tabak	304 (1,168)	0 (0)	0 (0)	304 (1,168)
Herstellung von Textilien	45 (0,306)	0 (0)	0 (0)	45 (0,306)
Herstellung von Holz-, Papier-, Druckwaren und Mineralölverarbeitung	162 (0,850)	65 (0,341)	17 (0,089)	236 (1,238)
Herstellung chemischer Erzeugnisse	185 (2,385)	14 (0,180)	16 (0,206)	214 (2,759)
Herstellung pharmazeutischer Erzeugnisse	89 (4,559)	3 (0,154)	12 (0,615)	104 (5,328)
Herstellung von Kunststoff-, Gummi-, Glas- und Keramikwaren	225 (0,979)	47 (0,204)	31 (0,135)	301 (1,309)
Metallerzeugung und -erzeugnisse	167 (0,441)	218 (0,575)	79 (0,208)	455 (1,201)
Herstellung von Datenverarbeitungsgeräten, optische und elektronische Ausrüstung	209 (1,406)	104 (0,699)	30 (0,202)	339 (2,280)
Herstellung von Maschinen und Fahrzeugen	442 (0,947)	0 (0)	174 (0,373)	612 (1,312)
Energieversorgung und Umweltdienstleistungen	616 (3,271)	71 (0,377)	61 (0,324)	730 (3,877)
Handel	1.095 (0,387)	12 (0,004)	204 (0,072)	1.296 (0,458)
Gastgewerbe	272 (0,947)	0 (0)	0 (0)	272 (0,947)
Baugewerbe und Infrastruktur	1.176 (0,684)	228 (0,133)	55 (0,032)	1.428 (0,831)
Verlagswesen, Medien und Telekommunikation	346 (2,336)	103 (0,695)	98 (0,662)	531 (3,585)
Dienstleistungen Informations- und Kommunikationstechnik	169 (0,891)	0 (0)	0 (0)	169 (0,891)
Grundstücks- und Wohnungswesen	5 (0,007)	122 (0,177)	4 (0,006)	131 (0,190)
Sonstige Dienstleistungen	956 (0,880)	151 (0,139)	35 (0,032)	1134 (1,044)

Anmerkungen: Die Auswertung bezieht sich auf unkonsolidierte Daten für das Jahr 2012. Der Anteil der identifizierten an allen Unternehmen des jeweiligen Wirtschaftsbereichs im Datensatz ist in Klammern angegeben. Unternehmen mit fehlender Wirtschaftszweigangabe sind nicht berücksichtigt

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten von Bureau van Dijk und Eurostat

**653.** Keineswegs kann eine Aussage darüber getroffen werden, inwieweit die identifizierten Beteiligungsfälle wettbewerbspolitisch als problematisch anzusehen sind. Hierfür wäre eine ganze Reihe weiterer Faktoren zu berücksichtigen und es wären Einzelfallprüfungen erforderlich.<sup>51</sup> Es konnte jedoch veranschaulicht werden, dass das Phänomen nicht-kontrollierender nationaler und internationaler Minderheitsbeteiligungen grundsätzlich keine Seltenheit darstellt und damit die Bedeutung der Anwendung von Beurteilungskriterien in den Vordergrund gerückt wird, nach welchen das Potenzial einer wettbewerbsfeindlichen strategischen Nutzung beurteilt werden kann.

**654.** Für eine Einschätzung der jährlich durchgeführten Transaktionen in Form von nicht-kontrollierenden Minderheitsbeteiligungen wurde ein Längsschnittdatensatz auf Grundlage historischer Zeitstände der Eigentümerstrukturen europäischer Unternehmen aufbereitet und ausgewertet.<sup>52</sup> Eine Transaktion gilt als identifiziert, wenn eine entsprechende Beteiligung an einem Unternehmen zum 31.12. eines Jahres berichtet wird, diese jedoch zum 31.12. des Vorjahres noch nicht berichtet wurde. Um weitestgehend auszuschließen, dass die Beteiligungen bereits im Vorjahr bestanden, jedoch lediglich nicht in der Datenbank erfasst wurden, gelten Transaktionen nur als identifiziert, wenn für die jeweiligen Unternehmen im Vorjahr generell Informationen zu deren Eigentümerstruktur verfügbar waren. Tabelle III.6 zeigt die nach diesem Verfahren ermittelten Transaktionen nach Jahren und Typ der Beteiligung. Insgesamt konnten 9.890 nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen identifiziert werden, die zwischen 2007 und 2013 erworben wurden. Durchschnittlich entspricht dies etwa 1.413 Transaktionen pro Jahr. Etwa die Hälfte dieser Transaktionen war grenzübergreifend und somit tendenziell relevant für den europäischen Binnenmarkt. Die überwiegende Mehrheit der identifizierten Transaktionen fand zwischen Unternehmen in einem Horizontalverhältnis statt.

**Tabelle III.6: Identifizierte Transaktionen nach Längsschnittaufbereitung (2006-2013)**

	Anzahl Transaktionen	Davon grenzüberschreitende Transaktionen
Partielle Rückwärtsintegration	1.029	520
Partielle Vorwärtsintegration	729	425
Partielle Horizontalbeteiligung	8.132	3.935
Gesamt	9.890	4.880

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten von Bureau van Dijk und Eurostat

**655.** Die gemeinsamen Jahresumsätze von verbundenen Unternehmen sind in Tabelle III.7 angegeben. Im Durchschnitt liegen die gemeinsamen konsolidierten Jahresumsätze bei partiellen Rückwärtsintegrationen bei knapp EUR 12 Mrd., bei partiellen Vorwärtsintegrationen bei EUR 19 Mrd. und bei Horizontalbeteiligungen bei etwa EUR 12 Mrd. Außer bei partiellen Rückwärtsintegrationen liegen die Durchschnittswerte in den Gruppen grenzübergreifender Beteiligungen deutlich darüber. Die Europäische Kommission geht in ihren Schätzungen zur Beurteilung einer gemeinschaftsweiten Bedeutung von Minderheitsbeteiligungen von einem gemeinsamen weltweiten Gesamtumsatz von mindestens EUR 2,5 Mrd. und von jeweils EUR 100 Mio. aus.<sup>53</sup> Tabelle III.7 ist zu entnehmen, dass in allen Gruppen ein durchschnittlicher Gesamtumsatz von EUR 2,5 Mrd. erreicht ist. Daher liegt die Vermutung nahe, dass von den betrachteten Fällen einige die Kriterien der FKVO erfüllen.<sup>54</sup> Die angegebenen Medianwerte liegen allerdings mitunter unter EUR 1 Mrd. und fallen damit wesentlich kleiner aus. Dies deutet darauf hin, dass weniger als die Hälfte der Transaktionsfälle über den genannten Umsatzschwellen liegt.

<sup>51</sup> Vgl. Tz. 620 in diesem Gutachten.

<sup>52</sup> Die Aufbereitungsschritte werden im nachfolgenden Gliederungspunkt genauer erläutert.

<sup>53</sup> Vgl. für die gesetzlichen Umsatzkriterien zur Annahme einer gemeinschaftsweiten Bedeutung Art. 1 Abs. 2 und 3 FKVO.

<sup>54</sup> Allerdings gehen in die hier angestellten Berechnungen nur teilweise weltweite Umsätze der jeweiligen wirtschaftlichen Einheit ein, und zwar dann, wenn keine weitere Konsolidierung dieser Unternehmen außerhalb des Berichtskreises erfolgt. Andernfalls beziehen sich die Angaben lediglich auf die höchste Konsolidierungsebene innerhalb des Berichtskreises.

**656.** Die weiter oben beschriebene empirische Auswertung der Zephyr-Datenbank durch die Europäische Kommission ergab 91 Beteiligungsfälle mit potenziell negativen Wettbewerbseffekten für den Zeitraum 2005-2011, was im Durchschnitt jährlich 13 Transaktionen entspricht. Dieser Durchschnitt verringert sich auf etwa 6 Transaktionen im Jahr, wenn ausschließlich Unternehmen berücksichtigt werden, die aufgrund ihrer Umsatzhöhe über potenziell gemeinschaftsweite Bedeutung verfügen. Aufgrund ihrer eigenen Analyse vermutet die Monopolkommission, dass die durchschnittliche Anzahl potenziell wettbewerbsverzerrender nicht-kontrollierender Minderheitsbeteiligungen tatsächlich höher liegen dürfte: Wird davon ausgegangen, dass mindestens 25 Prozent<sup>55</sup> der grenzübergreifenden Beteiligungen den Umsatzkriterien der FKVO genügen, so ergeben sich durchschnittlich mindestens 174 Fälle pro Jahr von gemeinschaftsweiter Bedeutung, die zudem Unternehmen betreffen, die ihren Sitz in zwei unterschiedlichen Mitgliedstaaten haben. Wird angenommen, dass ebenfalls mindestens 25 Prozent<sup>56</sup> der gesamten identifizierten Transaktionen den Umsatzkriterien der FKVO entsprechen, ergeben sich sogar durchschnittlich mindestens 353 Fälle pro Jahr von gemeinschaftsweiter Bedeutung. Da die Monopolkommission in ihrer Analyse lediglich Fälle berücksichtigt, welche sich als horizontal, vertikal rückwärts oder vertikal vorwärts, also entlang einer Wertschöpfungskette, klassifizieren lassen, handelt es sich hier ebenfalls um eine recht konservative Schätzung. Zum Beispiel bleiben Beteiligungen unberücksichtigt, welche zwischen zwei Unternehmen bestehen, deren unterschiedliche Wirtschaftsbereiche bezüglich ihrer Handelsflüsse beidseitig verflochten sind und bei denen kein Handelsgefälle auf eine Richtung der Verflechtung entlang einer Wertschöpfungskette schließen lässt.

**Tabelle III.7: Gemeinsame Jahresumsätze von Anteilseigner und Zielunternehmen (in Mio. EUR; 2006-2013)**

	Mittelwert	Standard- abweichung	Minimum	Median	Maximum
<b>Partielle Rückwärtsintegration</b>					
Gesamt	12.400	25.100	1	761	139.000
International	9.777	20.600	3	1.544	139.000
<b>Partielle Vorwärtsintegration</b>					
Gesamt	19.400	58.600	2	1.539	285.000
International	30.800	75.800	13	2.266	285.000
<b>Partielle Horizontalbeteiligung</b>					
Gesamt	11.600	29.600	0,004	849	297.000
International	18.900	39.500	4	3.035	297.000

Anmerkungen: Angegeben ist die Summe der angegebenen Jahresumsätze von Anteilseigner und Zielunternehmen auf konsolidierter Ebene; Beteiligte Unternehmen mit fehlenden Umsatzangaben wurden nicht berücksichtigt

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten von Bureau van Dijk und Eurostat

## 5.4 Wettbewerbsverzerrung durch Minderheitsbeteiligungen?

**657.** Die Anzahl potenziell wettbewerbswidriger Fälle von Minderheitsbeteiligungen kann keinen Aufschluss darüber geben, ob diese Fälle aus wettbewerbspolitischer Sicht tatsächlich problematisch sind. Lediglich kann die Verbreitung eines möglicherweise problematischen Phänomens eingeschätzt werden, insbesondere aber auch die mögliche Mehrbelastung der europäischen Fusionskontrolle durch eine Erweiterung des Anwendungsbereichs der FKVO. Im Sinne einer auswirkungsbasierten Perspektive hat die Monopolkommission daher im Nachfolgenden die Auswirkungen partiel-

<sup>55</sup> Dieser Wert erscheint realistisch, da das 75. Perzentil der gemessenen gemeinsamen Umsätze in allen Gruppen internationaler Transaktionen EUR 2,5 Mrd. übersteigt. Zudem dürften hier vielfach nicht die gesamten weltweiten Umsätze erfasst sein (vgl. Fn. 54 in diesem Kapitel).

<sup>56</sup> Dieser Wert erscheint auch hier realistisch, da das 75. Perzentil der gemessenen gemeinsamen Umsätze in allen Gruppen EUR 2,5 Mrd. übersteigt. Zudem dürften hier vielfach nicht die gesamten weltweiten Umsätze erfasst sein (vgl. Fn. 54 in diesem Kapitel).

ler Rückwärts- und Vorwärtsintegrationen sowie partieller Horizontalbeteiligungen auf die Marktstellung der jeweiligen Anteilseigner und Zielunternehmen durchgeführt.

**658.** Den theoretischen Überlegungen in Abschnitt 2 folgend, wirken sich wettbewerbsverzerrende Auswirkungen von Minderheitsbeteiligungen in der Regel auf die Gewinnmargen zumindest eines der beteiligten Unternehmen aus. Das von der Monopolkommission verwendete Lerner-Maß zur Messung der Wettbewerbsintensität approximiert die Monopolrendite, welche sich bei Preisen über Wettbewerbspreisen ergibt. Demnach erfasst diese Zielgröße Veränderungen der Marktstellung eines individuellen Anbieters. Im Falle einer Input-Abschottung ist anzunehmen, dass die Gewinnmarge des nachgelagerten Gesellschafters im Vergleich zu seinen Wettbewerbern ansteigt, indem dieser das vorgelagerte Zielunternehmen zu einer Benachteiligung seiner Wettbewerber bewegt. Die Gewinnmarge des Zielunternehmens würde erwartungsgemäß sinken, könnte aber ebenso konstant bleiben, wenn der Gesellschafter bereit ist, diesen Nachteil für das Zielunternehmen zugunsten seines Wettbewerbsvorteils zu kompensieren. Ohne jeglichen strategischen Einfluss könnte in einer partiellen Rückwärtsintegration andersherum der Gesellschafter zu einer Steigerung der Vorleistungspreise beitragen, welche seine Gewinnmarge und auch die seiner Wettbewerber verringert, aber durch seine Beteiligung am Gewinnzuwachs des Vorleistungsanbieters überkompensiert werden. Im Falle einer Kundenabschottung ist zunächst ebenfalls eine Renditesteigerung des Gesellschafters zulasten des Zielunternehmens anzunehmen. Aber auch in einer partiellen Vorwärtsintegration könnte unter Abwesenheit strategischer Einflussnahme, das Gesellschafterunternehmen eine für das nachgelagerte Unternehmen exklusive Preissenkung vornehmen. Diese würde sich zwar nachteilig auf die eigene Rendite auswirken, aber sich aus Sicht des Anteilseigners durch die Beteiligung an der Monopolrente des Zielunternehmens rechtfertigen. Dieser Logik folgend könnte auch in partiellen Horizontalbeteiligungen die Gewinnmarge des Anteilseigners zugunsten einer Margensteigerung des Zielunternehmens sinken. Erleichtert eine partielle Horizontalbeteiligung jedoch Kollusion, so ist eine gemeinsame Renditesteigerung anzunehmen.

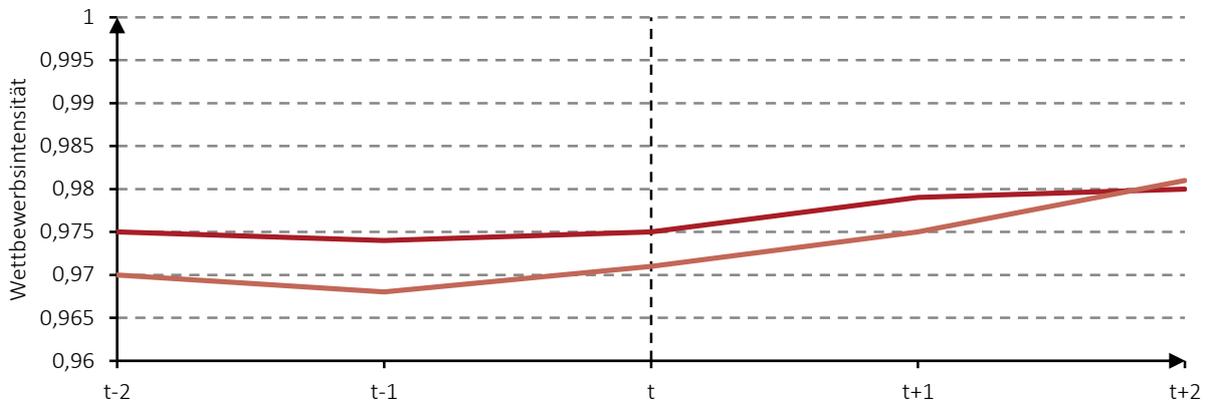
**659.** Für eine Evaluation der Auswirkungen von Minderheitsbeteiligungen ist eine Analyse im Längsschnitt, also im Zeitverlauf, notwendig. Im Gegensatz zu zeitlichen Querschnittsanalysen stellt dies weit umfassendere Anforderungen an die verwendete Datenbasis. Im Wesentlichen ist sicherzustellen, dass die beobachteten Unternehmen in allen Jahren, in welchen sie im Beobachtungszeitraum aktiv waren, alle relevanten Kennzahlen berichtet haben und dass jegliche Veränderungen dieser Größen im Zeitverlauf realer Messungen entsprechen. Für die Identifikation von Transaktionen bedeutet dies, wie bereits in Tz. 654 beschrieben, dass diese nur dann als identifiziert gelten, wenn für die jeweiligen Unternehmen im Vorjahr generell Informationen zu deren Eigentümerstruktur verfügbar waren. Damit soll weitestgehend ausgeschlossen werden, dass Beteiligungen bereits im Vorjahr bestanden, jedoch lediglich nicht in der Datenbank erfasst wurden.<sup>57</sup> Weiterhin wurde vom Datenanbieter eine Dokumentation aller im Beobachtungszeitraum erfolgten Änderungen der unternehmensspezifischen Identifikationsnummern bezogen, um bei der Aufbereitung sicherzustellen, dass eine solche Identifikatoränderung nicht zur Annahme unterschiedlicher Beobachtungseinheiten führt. Beobachtungseinheiten wurden darüber hinaus gänzlich aus der Analyse ausgeschlossen, wenn der Wechsel zwischen Vorhandensein und Nicht-Vorhandensein zentraler Finanzkennzahlen ein unrealistisches Muster aufweist. Im Detail wurde die konservative Annahme getroffen, dass ein Unternehmen im Beobachtungszeitraum höchstens einmal gegründet und einmal geschlossen werden kann und für die jeweils aktiven Jahre vollständige Informationen zu zentralen Finanzkennzahlen vorliegen müssen. Damit schließt sich die Monopolkommission der derzeitigen Auffassung der Europäischen Kommission an.

**660.** Abbildung III.9 zeigt eine erste grafische Analyse der Entwicklung des durchschnittlichen Lerner-Maßes von Zielunternehmen und Anteilseignern, für die in einem beliebigen Jahr eine nicht-kontrollierende Beteiligungstransaktion identifiziert werden konnte. Unternehmen mit Sitz in Deutschland, Österreich und dem Vereinigten Königreich wurden nicht berücksichtigt, da die nationalen Fusionskontrollregime in diesen Ländern bereits über die Möglichkeit verfügen nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen zu prüfen und die Ergebnisse hierdurch verzerrt werden könnten. Die Wettbewerbsintensität ist bis zu zwei Jahre vor, und bis zu zwei Jahre nach der Transaktion im jeweiligen Jahr  $t$  angegeben.

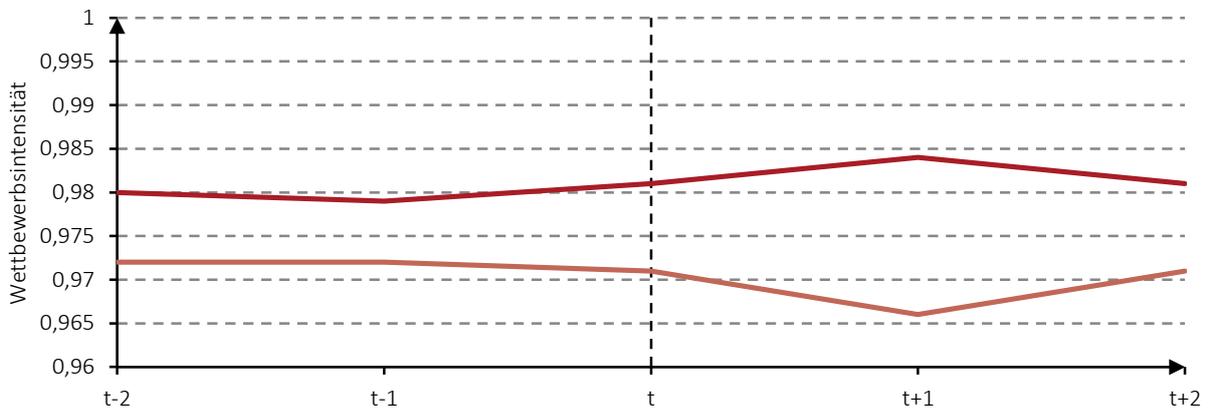
<sup>57</sup> Umgekehrt wurde eine bestehende Beteiligung auch für ein jeweiliges Folgejahr fortgeschrieben, wenn für dieses überhaupt keine Informationen zur Eigentümerstruktur vorhanden sind.

**Abbildung III.9: Nicht-kontrollierende Beteiligungstransaktionen und Wettbewerbsintensität**

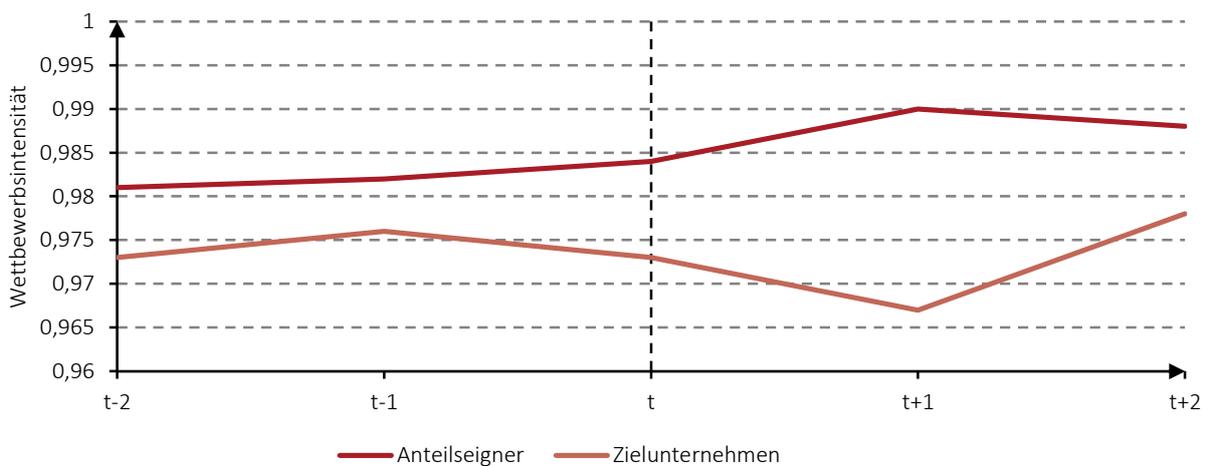
a) Horizontale Beteiligungen



b) Partielle Rückwärtsintegration



c) Partielle Vorwärtsintegration

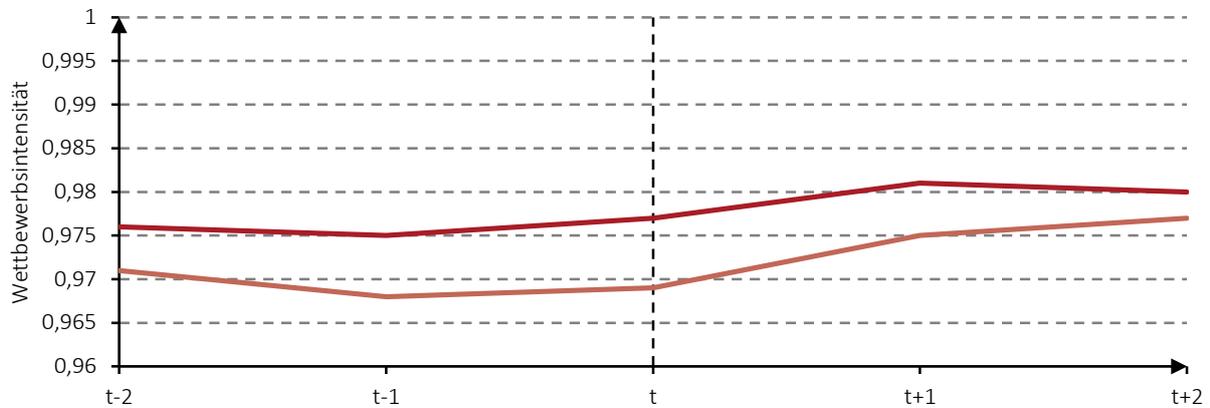


Anmerkungen: Die Auswertung berücksichtigt den Beobachtungszeitraum 2006-2013. Ausgewiesen werden die Mittelwerte der jeweiligen Unternehmensgruppen. Die Gruppe der Transaktionsunternehmen beschränkt sich auf Anteilserwerber von nicht-kontrollierenden Minderheitsbeteiligungen; t bezeichnet das jeweilige Jahr, in welchem eine Transaktion identifiziert wurde

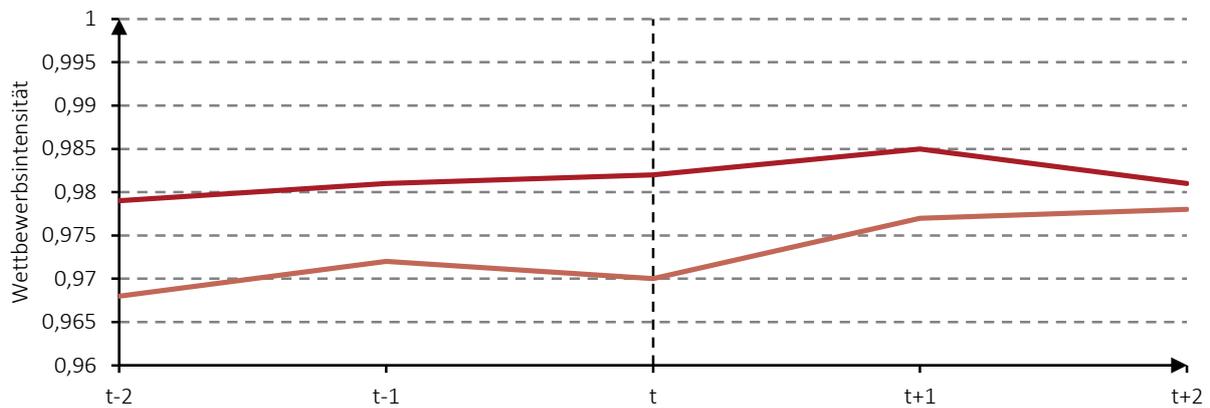
Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten der Europäischen Kommission, der OECD, Bureau van Dijk und Eurostat

**Abbildung III.10: Beteiligungstransaktionen und Wettbewerbsintensität**

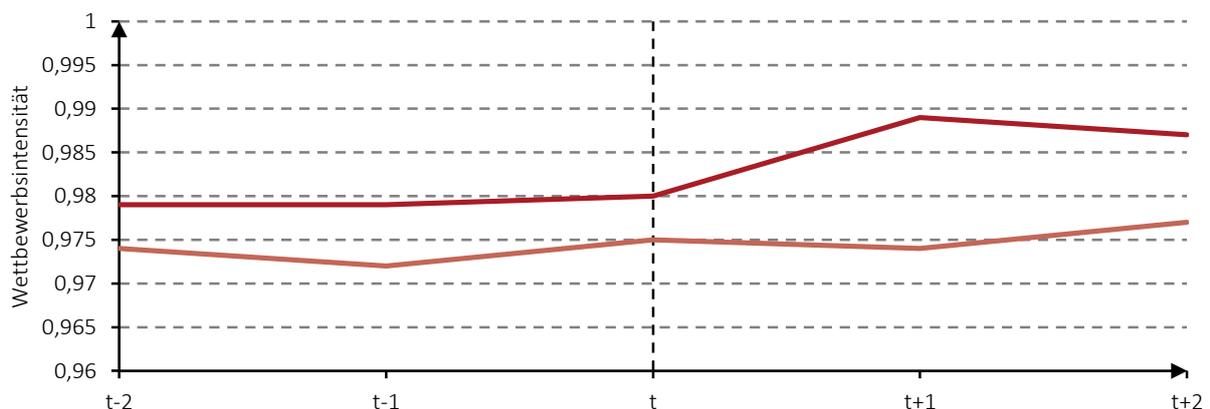
## a) Horizontale Beteiligungen



## b) Partielle Rückwärtsintegration



## c) Partielle Vorwärtsintegration



— Anteilseigner — Zielunternehmen

Anmerkungen: Die Auswertung berücksichtigt den Beobachtungszeitraum 2006-2013. Ausgewiesen werden die Mittelwerte der jeweiligen Unternehmensgruppen. Die Gruppe der Transaktionsunternehmen beschränkt sich auf Anteilserwerber von nicht-kontrollierenden Minderheitsbeteiligungen;  $t$  bezeichnet das jeweilige Jahr, in welchem eine Transaktion identifiziert wurde

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten der Europäischen Kommission, der OECD, Bureau van Dijk und Eurostat

**661.** Abbildung III.9 a) zeigt sowohl für Anteilseigner als auch für Zielunternehmen im Jahr nach der Beteiligung eine geringfügige Steigerung der Wettbewerbsintensität und damit einen geringfügigen Rückgang der Gewinnmargen. Die Annahme einer unmittelbar kollusionsfördernden Wirkung horizontaler Beteiligungen hätte durch eine genau gegenläufige Entwicklung Unterstützung gefunden. In Abbildung III.9 b) lässt sich beobachten, dass die Gewinnmargen der Anteilseigner mit einem Jahr Verzögerung zunehmen und die der Zielunternehmen abnehmen. Dies könnte für eine Input-Abschottung sprechen, obwohl hier lediglich nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen berücksichtigt werden, bei denen angenommen wird, dass der Anteilseigner nur sehr begrenzt strategischen Einfluss auf das Zielunternehmen ausüben kann. In Abbildung III.9 c) ist nach einer partiellen Vorwärtsintegration keine wesentliche Steigerung der Wettbewerbsintensität der Anteilseigner zu beobachten. Im Gegenteil sinken die Margen im Durchschnitt leicht. Dies spricht zunächst gegen eine Kundenabschottung, könnte aber ein Indiz für Verschlechterungen der Anteilseigner zugunsten ihrer Gewinnbeteiligungen an den nachgelagerten Zielunternehmen sein, da die Gewinnmargen der Zielunternehmen ein Jahr nach der Beteiligung ansteigen. Allerdings steigt der Lerner-Wert ein Jahr später wieder relativ stark an. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass aus der durchschnittlichen Entwicklung der Wettbewerbsintensität nach nicht-kontrollierenden Minderheitsbeteiligungen keine theoriekonsistenten Indizien für negative Wettbewerbseffekte hervorgehen.

**662.** Abbildung III.10 zeigt ebenfalls die Entwicklung des Lerner-Maßes vor- und nach Minderheitsbeteiligungen, berücksichtigt aber nicht ausschließlich nicht-kontrollierende Beteiligungen. Bei den in Abbildung III.10 betrachteten Fällen ist also von einem größeren Ausmaß strategischer Einflussnahme der Anteilseigner auf deren Zielunternehmen auszugehen. Jedoch bietet auch Abbildung III.10 a) keine Indizien für Kollusion nach partiellen Horizontalbeteiligungen. Abbildung III.10 b) zeigt dagegen erneut eine geringe durchschnittliche Margensteigerung der Anteilseigner zwei Jahre nach der Beteiligung, zudem nimmt die durchschnittliche Marge der Zielunternehmen dagegen bereits ein Jahr nach der Beteiligung ab. Dies könnte ein schwaches Indiz für Input-Abschottungsstrategien sein. In Abbildung III.10 c) ist tendenziell ein durchschnittlicher Rückgang sowohl der Margen der Anteilseigner als auch der Zielunternehmen zu verzeichnen, was gegen negative Wettbewerbseffekte partieller Vorwärtsintegrationen spricht.

**663.** Die Aussagekraft der bisherigen Analyse bezüglich eines Wettbewerbseffekts durch Minderheitsbeteiligungen ist beschränkt. Insbesondere deshalb, weil keine weiteren Einflussfaktoren berücksichtigt wurden, die sich zusätzlich auf die Gewinnspanne der betrachteten Unternehmen auswirken können. Beispielsweise sind bisher keine konjunkturellen Schwankungen berücksichtigt worden, welche sich auf die Gewinnmargen nach einer Transaktion auswirken können, ohne dass dieser Einfluss auf die jeweilige Transaktion zurückzuführen wäre. Um weitere Einflussfaktoren zu berücksichtigen wurde eine Regressionsanalyse durchgeführt, in welcher die prozentuale Veränderung der Wettbewerbsintensität in Abhängigkeit durchgeführter Transaktionen und weiterer Einflussfaktoren geschätzt wurde. Um konjunkturelle Schwankungen zu berücksichtigen, wurden Jahresindikatoren in die Schätzung mit aufgenommen. Durch das Ausschöpfen von Größenvorteilen, haben größere Unternehmen in der Regel einen Kostenvorteil gegenüber kleineren Unternehmen. Daher fand die Unternehmensgröße, in Form der erzielten Jahresumsätze, Eingang in das Schätzmodell. Für relativ junge Unternehmen wird gemeinhin ein Nachteil aufgrund geringer Markterfahrung angenommen, weswegen das Unternehmensalter in der Analyse berücksichtigt wurde. Ebenfalls kann für die Profitabilität eines Unternehmens von Bedeutung sein, ob dieses zu einem nationalen oder internationalen Konzern gehört, da in diesen Fällen der Zugang zu spezifischen Wettbewerbsvorteilen, wie etwa Markennamen, anzunehmen ist. Aus diesem Grund wurde die Eigenschaft eines Unternehmens in die Schätzung mit aufgenommen, ob dieses Teil einer Unternehmensgruppe ist. Aus unternehmensdemografischer Perspektive wurden darüber hinaus Indikatoren für Jahre eines Marktaustritts und den beiden unmittelbar vorangegangenen Jahren gebildet sowie den beiden unmittelbaren Folgejahren eines Markteintritts. Es wird angenommen, dass das jeweilige demografische Ereignis sich auf die Profitabilität der betreffenden Unternehmen in diesen Jahren auswirken kann. Um schließlich zu berücksichtigen, dass die geschätzte Veränderung des Wettbewerbsmaßes vor dem Hintergrund unterschiedlicher Ausgangsniveaus zu betrachten ist, wurde das absolute Wettbewerbsniveau eines jeden Unternehmens in der jeweiligen Vorperiode mitberücksichtigt ( $Lerner_{t-1}$ ).

**664.** Die Ergebnisse der Regressionsschätzungen des Zusammenhangs zwischen nicht-kontrollierenden Minderheitsbeteiligungen und der Intensität des Wettbewerbs, welchem sich ein Unternehmen gegenüber sieht, sind in Tabelle III.8 dokumentiert. Es wurden separate Schätzungen auf Ebene der Anteilseigner und der Zielunternehmen durchgeführt,

die jedoch im wesentlichen gleiche Ergebnisse hervorbringen: Wie erwartet, stellen sowohl das Ausgangsniveau der Wettbewerbsintensität als auch das unmittelbare Bevorstehen eines Marktaustritts wichtige Erklärungsfaktoren dar. Auch das Unternehmensalter steht in einem positiven Zusammenhang mit der Veränderung der Wettbewerbsintensität. Allerdings ist in den Schätzungen für nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen im Jahr der Beteiligung oder danach kein einziger Koeffizient der Beteiligungsindikatoren statistisch signifikant verschieden von Null. Dies bedeutet, dass unter Berücksichtigung weiterer theoretisch relevanter Einflussfaktoren und unbeobachteter zeitkonstanter Unterschiede zwischen den beobachteten Unternehmen kein Hinweis darauf besteht, dass von nicht-kontrollierenden Minderheitsbeteiligungen wettbewerbsverzerrende Effekte ausgehen. Auch unter Berücksichtigung der unmittelbaren Folgejahre einer identifizierten Transaktion konnte kein Hinweis auf einen zeitverzögerten Effekt gefunden werden.

**Tabelle III.8: Regressionsergebnisse zu nicht-kontrollierenden Minderheitsbeteiligungen**

	Schätzungen auf Ebene Anteilseigner		Schätzungen auf Ebene Zielunternehmen	
Lerner <sub>t-1</sub>	-2,81***	(3,62)	-2,81***	(3,62)
Rückwärtsbeteiligung <sub>t-2</sub>	0,03	(1,46)	0,002	(0,16)
Rückwärtsbeteiligung <sub>t-1</sub>	-0,02	(0,46)	0,01	(0,81)
Rückwärtsbeteiligung <sub>t</sub>	0,01	(0,59)	-0,01	(0,52)
Rückwärtsbeteiligung <sub>t+1</sub>	0,01	(0,14)	-0,03	(1,02)
Rückwärtsbeteiligung <sub>t+2</sub>	-0,003	(0,14)	0,02	(1,21)
Vorwärtsbeteiligung <sub>t-2</sub>	-0,02	(0,80)	0,01	(1,32)
Vorwärtsbeteiligung <sub>t-1</sub>	0,001	(0,07)	-0,01	(0,56)
Vorwärtsbeteiligung <sub>t</sub>	-0,02	(0,73)	0,002	(0,15)
Vorwärtsbeteiligung <sub>t+1</sub>	-0,03	(0,96)	-0,02	(0,58)
Vorwärtsbeteiligung <sub>t+2</sub>	-0,02	(0,66)	-0,001	(0,02)
Horizontalbeteiligung <sub>t-2</sub>	0,04	(0,90)	-0,01	(0,71)
Horizontalbeteiligung <sub>t-1</sub>	0,03	(1,41)	-0,01	(0,40)
Horizontalbeteiligung <sub>t</sub>	0,06	(1,14)	-0,02	(0,95)
Horizontalbeteiligung <sub>t+1</sub>	0,07	(1,29)	0,07	(1,50)
Horizontalbeteiligung <sub>t+2</sub>	0,02	(0,81)	0,04	(0,74)
Eintritt <sub>t+1</sub>	-0,02	(0,67)	-0,02	(0,66)
Eintritt <sub>t+2</sub>	-0,01	(1,04)	-0,01	(1,03)
Austritt <sub>t-2</sub>	-0,02	(0,84)	-0,02	(0,84)
Austritt <sub>t-1</sub>	-0,19	(1,09)	-0,19	(1,09)
Austritt <sub>t</sub>	-0,17***	(3,00)	-0,17***	(3,01)
Umsatz (Mio. EUR) <sub>t</sub>	-0,001	(1,14)	-0,001	(1,14)
Alter <sub>t</sub>	0,01***	(2,89)	0,01***	(2,87)
Unternehmensgruppe <sub>t</sub>	0,03	(1,24)	0,03	(1,24)
N	3.960.465		3.960.465	
n	706.788		706.788	

Anmerkungen: Angegeben sind Schätzkoeffizienten mit betragsmäßigen *t*-Werten in Klammern; \*\*\*/\*\*/\* weisen auf Koeffizienten hin, die auf einem Fehlerniveau von einem/fünf/zehn Prozent statistisch signifikant verschieden von Null sind. Die Auswertung berücksichtigt den Beobachtungszeitraum 2006-2013. Alle Schätzungen wurden mit der Methode der kleinsten Quadrate durchgeführt und berücksichtigen zeit-invariante fixe Effekte auf Unternehmensebene; alle Schätzungen wurden mit Jahresindikatoren geschätzt und die Standardfehler sind robust gegenüber Heteroskedastizität und serieller Korrelation innerhalb unternehmensspezifischer Beobachtungsgruppen

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten der Europäischen Kommission, der OECD, Bureau van Dijk und Eurostat

**665.** Die Schätzergebnisse in Tabelle III.9 berücksichtigen nicht ausschließlich nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen, sondern zudem solche, bei denen die Anteilseigner unter Umständen über strategischen Einfluss verfügen. Ein Jahr nach einer partiellen Rückwärtsintegration zeigt sich bei Anteilseignern durchschnittlich ein schwach signifikanter negativer Zusammenhang mit der gemessenen Wettbewerbsintensität bzw. ein positiver Zusammenhang mit der Gewinnmarge. Zudem weisen die beteiligten Zielunternehmen im zweiten Jahr nach der Beteiligung einen schwach signifikanten negativen Zusammenhang mit der Gewinnmarge auf. Dies bestätigt das Bild aus Abbildung III.10 b) und könnte auf wettbewerbsverzerrende Effekte auf jeweils nachgelagerten Märkten durch Input-Abschottungsstrategien hinweisen.

**Tabelle III.9: Regressionsergebnisse zu kontrollierenden und nicht-kontrollierenden Minderheitsbeteiligungen**

	Schätzungen auf Ebene Anteilseigner		Schätzungen auf Ebene Zielunternehmen	
Lerner <sub>t-1</sub>	-2,79***	(3,63)	-2,79***	(3,62)
Rückwärtsbeteiligung <sub>t-2</sub>	0,03	(1,46)	-0,02	(1,11)
Rückwärtsbeteiligung <sub>t-1</sub>	-0,001	(0,08)	0,01	(0,44)
Rückwärtsbeteiligung <sub>t</sub>	0,02	(1,31)	-0,01	(0,67)
Rückwärtsbeteiligung <sub>t+1</sub>	-0,002	(0,08)	-0,02	(0,76)
Rückwärtsbeteiligung <sub>t+2</sub>	-0,01	(0,62)	0,04***	(2,05)
Vorwärtsbeteiligung <sub>t-2</sub>	-0,01	(0,47)	-0,01	(0,53)
Vorwärtsbeteiligung <sub>t-1</sub>	0,01	(0,45)	-0,02	(0,70)
Vorwärtsbeteiligung <sub>t</sub>	-0,001	(0,07)	-0,002	(0,15)
Vorwärtsbeteiligung <sub>t+1</sub>	-0,03	(1,20)	-0,03	(0,94)
Vorwärtsbeteiligung <sub>t+2</sub>	0,03	(1,52)	0,002	(0,10)
Horizontalbeteiligung <sub>t-2</sub>	0,01	(0,41)	-0,01	(0,55)
Horizontalbeteiligung <sub>t-1</sub>	0,02**	(2,17)	0,01	(0,85)
Horizontalbeteiligung <sub>t</sub>	0,02	(1,04)	-0,01	(0,77)
Horizontalbeteiligung <sub>t+1</sub>	0,07	(1,33)	0,09	(1,30)
Horizontalbeteiligung <sub>t+2</sub>	0,02	(0,66)	0,02	(0,66)
Eintritt <sub>t+1</sub>	-0,02	(0,65)	-0,02	(0,60)
Eintritt <sub>t+2</sub>	-0,01	(1,14)	-0,01	(1,10)
Austritt <sub>t-2</sub>	-0,02	(0,86)	-0,02	(0,86)
Austritt <sub>t-1</sub>	-0,19	(1,10)	-0,19	(1,09)
Austritt <sub>t</sub>	-0,17***	(3,00)	-0,17***	(3,01)
Umsatz (Mio. EUR) <sub>t</sub>	-0,001	(1,14)	-0,001	(1,14)
Alter <sub>t</sub>	0,01***	(2,91)	0,01***	(2,85)
Unternehmensgruppe <sub>t</sub>	0,03	(1,25)	0,03	(1,25)
N	3.985.387		3.985.387	
n	708.458		708.458	

Anmerkungen: Angegeben sind Schätzkoeffizienten mit betragsmäßigen *t*-Werten in Klammern; \*\*\*/\*\*/\* weisen auf Koeffizienten hin, die auf einem Fehlerniveau von einem/fünf/zehn Prozent statistisch signifikant verschieden von Null sind. Die Auswertung berücksichtigt den Beobachtungszeitraum 2006-2013. Alle Schätzungen wurden mit der Methode der kleinsten Quadrate durchgeführt und berücksichtigen zeit-invariante fixe Effekte auf Unternehmensebene; alle Schätzungen wurden mit Jahresindikatoren geschätzt und die Standardfehler sind robust gegenüber Heteroskedastizität und serieller Korrelation innerhalb unternehmensspezifischer Beobachtungsgruppen

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten der Europäischen Kommission, der OECD, Bureau van Dijk und Eurostat

**666.** Es gilt hier allerdings zu berücksichtigen, dass es sich bei den Schätzungen um durchschnittliche Korrelationen handelt. Es ist demnach durchaus möglich, dass sich in der beobachteten Gruppe einige Minderheitsbeteiligungen nega-

tiv auf den Wettbewerb auswirken, jedoch durch andere Fälle, mit positiven Folgen für die Wettbewerbsintensität, im Durchschnitt kompensiert werden. Festzuhalten bleibt, dass kein Hinweis auf durchschnittliche Wettbewerbseffekte durch nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen gefunden werden konnte und lediglich ein schwacher Hinweis auf durchschnittliche Wettbewerbsverzerrungen durch Input-Abschottungsstrategien zugunsten von Anteilseignern mit einem gewissen Grad an strategischem Einfluss auf das Zielunternehmen. Auch hier gilt jedoch zu bedenken, dass es sich nicht um den Nachweis eines Kausalzusammenhanges handelt, da der demonstrierte Zusammenhang von weiteren zeitvarianten Faktoren abhängen könnte, die nicht im Schätzmodell berücksichtigt sind. Wenn nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen anti-kompetitive Auswirkungen entfalten, so scheinen sich diese in einem Ausmaß zu bewegen, welches nicht auf den gemessenen Durchschnitt der Fälle durchschlägt. Bezüglich der Überlegungen zur Erweiterung des Anwendungsbereichs der FKVO auf nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen könnte eben dies gegen die Schaffung einer unter Umständen unverhältnismäßigen bürokratischen Zusatzbelastung für Behörden und Unternehmen sprechen. Die Monopolkommission sieht zwar das wettbewerbsverzerrende Potenzial horizontaler und vertikaler nicht-kontrollierender Minderheitsbeteiligungen, entnimmt ihrer empirischen Analyse jedoch keine Anzeichen, die auf eine Regelmäßigkeit oder Intensität hindeuten, die einen dringenden und unter Umständen unverhältnismäßigen Handlungsbedarf erfordern. Damit schließt sich die Monopolkommission der derzeitigen Auffassung der Europäischen Kommission an.<sup>58</sup>

## 6 Die wettbewerbliche Bedeutung institutioneller Investoren

**667.** Im Folgenden erweitert die Monopolkommission ihre Analyse der wettbewerblichen Bedeutung von Minderheitsbeteiligungen auf solche, die durch institutionelle Investoren an mehreren Anbietern eines Wirtschaftsbereichs gehalten werden. Die wettbewerbliche Bedeutung kapitalmäßiger Minderheitsbeteiligungen durch institutionelle Investoren stellt einen weiteren Aspekt von Unternehmensverflechtung dar. In der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung wie in der Wettbewerbspolitik ist die Ansicht weit verbreitet, dass kapitalmäßige Minderheitsbeteiligungen durch institutionelle Investoren wie etwa Banken, Versicherungen und Fondsgesellschaften nur von geringer bis keiner wettbewerblichen Bedeutung für die Zielmärkte sind. Grund hierfür ist, dass es sich in der Regel um Portfolioinvestitionen ohne das Motiv strategischer Einflussnahme handelt. Nichtsdestotrotz existieren wirtschaftswissenschaftliche Arbeiten und praktische Erfahrungen der Kartellbehörden, die zeigen, dass gerade auch diese Form von Unternehmensverflechtung wettbewerbspolitische Bedenken aufwerfen.<sup>59</sup> Institutionellen Investoren kommt in diesem Zusammenhang vor allem aufgrund ihrer zunehmenden Investitionsvolumina und diversifizierten Investitionsstrategien eine besondere Rolle zu:<sup>60</sup> In vielen Wirtschaftsbereichen werden Anteile an mehreren großen Anbietern von demselben Investor gehalten und es ist anzunehmen, dass dies nicht nur auf Wirtschaftsbereiche, sondern ebenfalls auf wettbewerblich relevante Märkte zutrifft.<sup>61</sup> Damit überwiegt das Interesse diversifizierter Investoren an der Gesamtmarktrendite in vielen Wirtschaftsbereichen ihr Interesse an der individuellen Performance ihrer Portfoliounternehmen. Aus dieser Perspektive kann in derartigen Fällen ein grundsätzliches Interesse an Parallelverhalten und weniger intensivem Wettbewerb zwischen Portfoliounternehmen zugunsten der Gesamtmarktrendite unterstellt werden.

Mit Bezug auf die US-amerikanische Volkswirtschaft wird in der Omnipräsenz dieses Phänomens mitunter die Erklärung für fundamentale wirtschaftliche Zusammenhänge gesehen, wie etwa dem Anstieg wirtschaftlicher Ungleichheit und dem Ausbleiben von Beschäftigungszuwächsen bei Unternehmen, die zuletzt beachtliche Gewinnzuwächse verzeichneten. In diesem Zusammenhang gibt es Forderungen nach einer entschlossenen Anwendung geltenden Kartellrechts auf

<sup>58</sup> Vgl. Global Competition Review, Vestager: Minority shareholder reform may be unjustifiable, Meldung vom 8. April 2016, <http://globalcompetitionreview.com/news/article/40857/vestager-minority-shareholder-reform-may-unjustifiable/>, Abruf am 29. Juni 2016.

<sup>59</sup> Vgl. Gliederungspunkt 2 in diesem Kapitel.

<sup>60</sup> Bezogen auf Kapitalbeteiligungen von Banken an Nichtbankenunternehmen hat die Monopolkommission bereits in ihrem ersten Hauptgutachten 1973/1975 auf eine wesentliche Konzentrationswirkung in diesem Zusammenhang hingewiesen, vgl. Monopolkommission, I. Hauptgutachten, Mehr Wettbewerb ist möglich, Baden-Baden 1976, u. a. Tz. 79.

<sup>61</sup> Der Marktbegriff wird im Folgenden zur Bezeichnung wettbewerblich relevanter Märkte im kartellrechtlichen Sinne verwendet und ist nicht gleichbedeutend mit Investitionsmärkten aus Anlegersicht.

derartige indirekte Horizontalverflechtungen.<sup>62</sup> In demselben Kontext führt das – für die Kartellrechtsdurchsetzung zuständige – US-amerikanische Justizministerium derzeit Ermittlungen zu kartellrechtswidrigen Absprachen in der Luftfahrtbranche durch.<sup>63</sup>

## 6.1 Institutionelle Investoren und Minderheitsbeteiligungen

**668.** Institutionelle Investoren sind spezialisierte Finanzinstitutionen, die Kapital von einer Vielzahl von Anlegern in deren Auftrag gebündelt anlegen und dabei das Ziel der Renditemaximierung bei vertretbarem Risiko verfolgen. Die tatsächliche Verwaltung des Kapitals muss dabei nicht zwangsläufig durch den institutionellen Investor erfolgen, sondern kann gleichfalls durch spezialisierte Vermögensverwalter durchgeführt werden.<sup>64</sup> Als institutionelle Investoren gelten unter anderem Versicherungen, Vermögensverwalter, Investment- und Pensionsfonds, aber auch Private Equity Firmen, Banken, Hedge- und Dachfonds sowie Staatsfonds. Das insgesamt von institutionellen Investoren verwaltete Vermögen weltweit ist nach Angaben der OECD über die vergangenen Jahrzehnte im Rahmen einer Institutionalisierung der Finanzverwaltung stetig angestiegen: Waren es im Jahre 1980 noch knapp USD 3 Bio., so waren es 2007 bereits USD 48 Bio. und 2014 über USD 85 Bio.<sup>65</sup> Abbildung III.11 zeigt die Entwicklung des Investitionsvolumens institutioneller Investoren in OECD-Staaten und Deutschland im Zeitraum 2000-2014 und veranschaulicht einen steten Aufwärtstrend, der international lediglich durch den Beginn der globalen Finanzkrise in 2008 unterbrochen wurde.

**669.** Abbildung III.12 zeigt die größten in der Vermögensverwaltung tätigen Unternehmen nach verwaltetem Vermögen im Jahr 2014. An erster Stelle steht hier das US-amerikanische Unternehmen Blackrock, mit Abstand gefolgt von der Vanguard Gruppe, State Street und der Allianz Gruppe. Abbildung III.13 zeigt die größten im Deutschen Aktienindex 30 investierenden institutionellen Investoren. An erster Stelle steht hier der norwegische Staatsfonds mit mehr als USD 25 Mrd. investiertem Kapital in 2015. Allerdings kann dem Vermögensverwalter Blackrock für 2015 ein insgesamt mehr als doppelt so großes Investitionsvolumen von fast USD 53 Mrd. zugeschrieben werden, wenn die Tochtergesellschaften Blackrock Fund Advisors, Blackrock Asset Management AG und Blackrock Advisors Ltd. aggregiert werden.

**670.** Institutionelle Investoren halten vorwiegend stark diversifizierte Minderheitsbeteiligungen an einer Vielzahl von Unternehmen weltweit in verschiedenen Wirtschaftsbereichen, um eine gewünschte Balance zwischen Risiko und Rendite zu erzielen. Trotz kleiner gehaltener Kapitalanteile von in der Regel nur wenigen Prozent oder weniger als einem Prozent an einem Unternehmen, stellen institutionelle Investoren nicht selten den größten Einzelinvestor dar, weil sich die übrigen Anteile in Streubesitz befinden. Insgesamt hielten institutionelle Investoren 2015 über 60 Prozent der Aktien von DAX-Unternehmen.<sup>66</sup> Unabhängig davon, dass institutionelle Investoren zwar lediglich Anlagekapital ihrer Kunden verwalten, obliegt die Wahrnehmung der hiermit erworbenen Stimmrechte – bis auf wenige Ausnahmen – den institutionellen Investoren. Abbildung III.14 veranschaulicht beispielhaft die größten Beteiligungen des Vermögensverwalters Blackrock am Aktienkapital von im DAX gelisteten Unternehmen.

<sup>62</sup> Elhauge, E., Horizontal Shareholding, Essay, Harvard Law Review, 129, 1267-1317.

<sup>63</sup> Vgl. unter anderem Bloomberg, U.S. Looks at Airline Investors for Evidence of Fare Collusion, 22. September 2015, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-22/do-airfares-rise-when-carriers-have-same-investors-u-s-asks>, Stand 20. Juni 2016, Abruf am 20. Juni 2016.

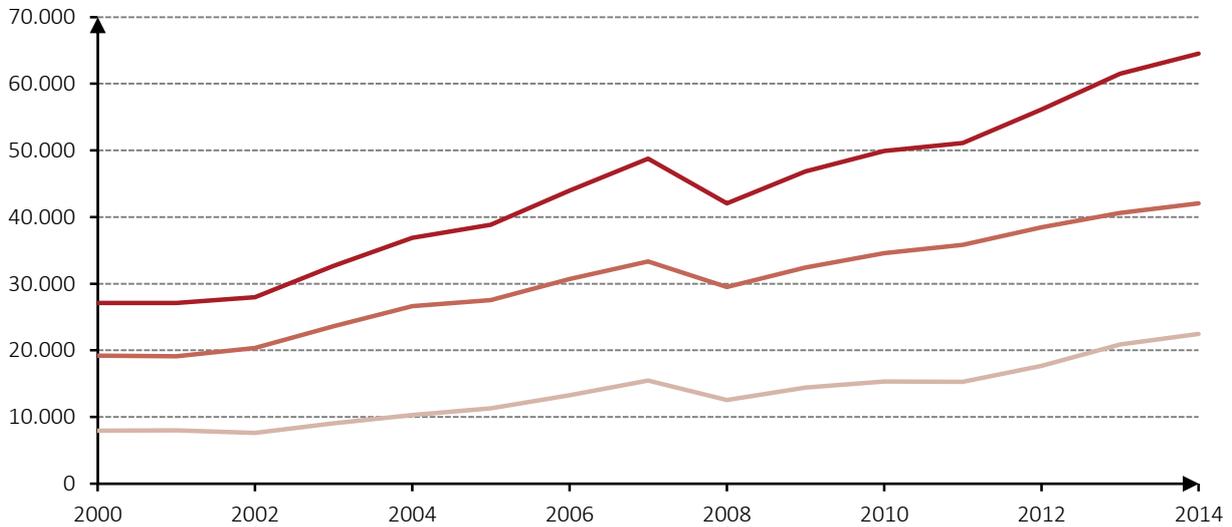
<sup>64</sup> Vgl. Davies, E. P./Steil, B., Institutional Investors, MIT Press, 2001.

<sup>65</sup> Die vermuteten Gründe für das rasante Wachstum institutioneller Investoren während der letzten Dekaden sind vielfältig: Als Faktoren auf der Angebotsseite gelten unter anderem eine zunehmende Deregulierung sowie eine Erleichterung diversifizierter Investitionen. Als Faktoren der Nachfrageseite werden unter anderem der demografische Wandel und der gestiegene Wohlstand genannt. Für eine detaillierte Diskussion der Gründe des Wachstums institutioneller Investoren sei verwiesen auf Davies, E. P./Steil, B., Institutional Investors, MIT Press, 2001, S. 3-50. Angaben zu den Investitionsvolumen institutioneller Investoren beziehen sich auf OECD-Staaten mit verfügbaren Informationen exklusive Banken. Vgl. OECD Institutional Investors Statistics, [http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics\\_2225207x](http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics_2225207x), Abruf am 20. Juni 2016.

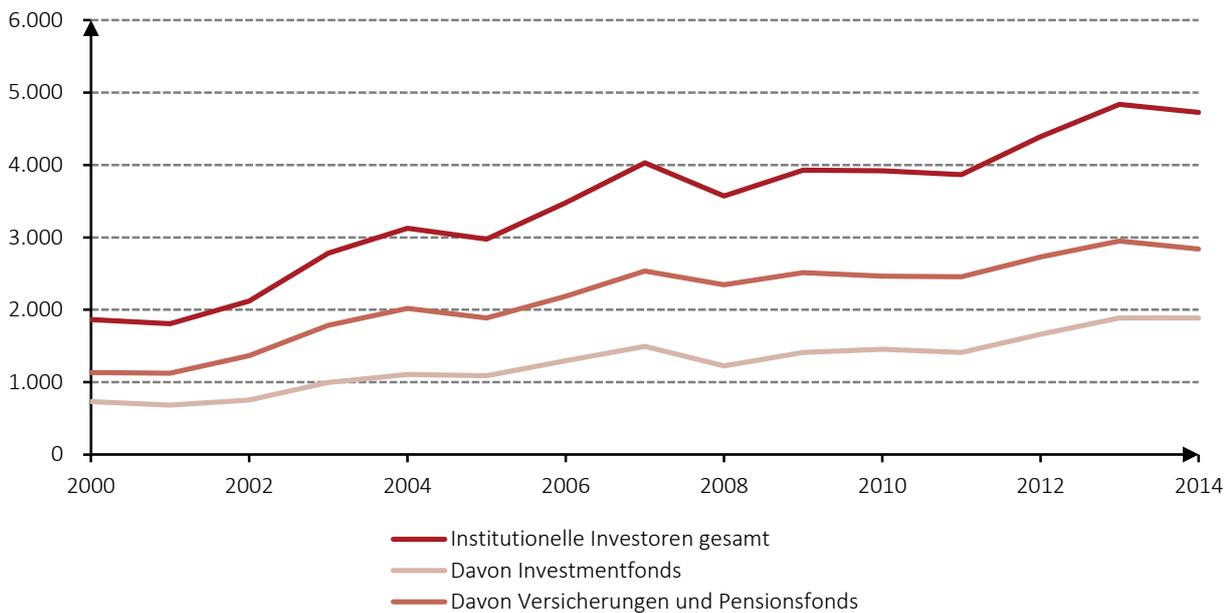
<sup>66</sup> DIRK/Ipree: Investoren in der Deutschland AG 3.0, Mai 2016, S. 7.

**Abbildung III.11: Von institutionellen Investoren verwaltetes finanzielles Anlagevermögen (in Mrd. USD)**

a) In OECD-Ländern\*



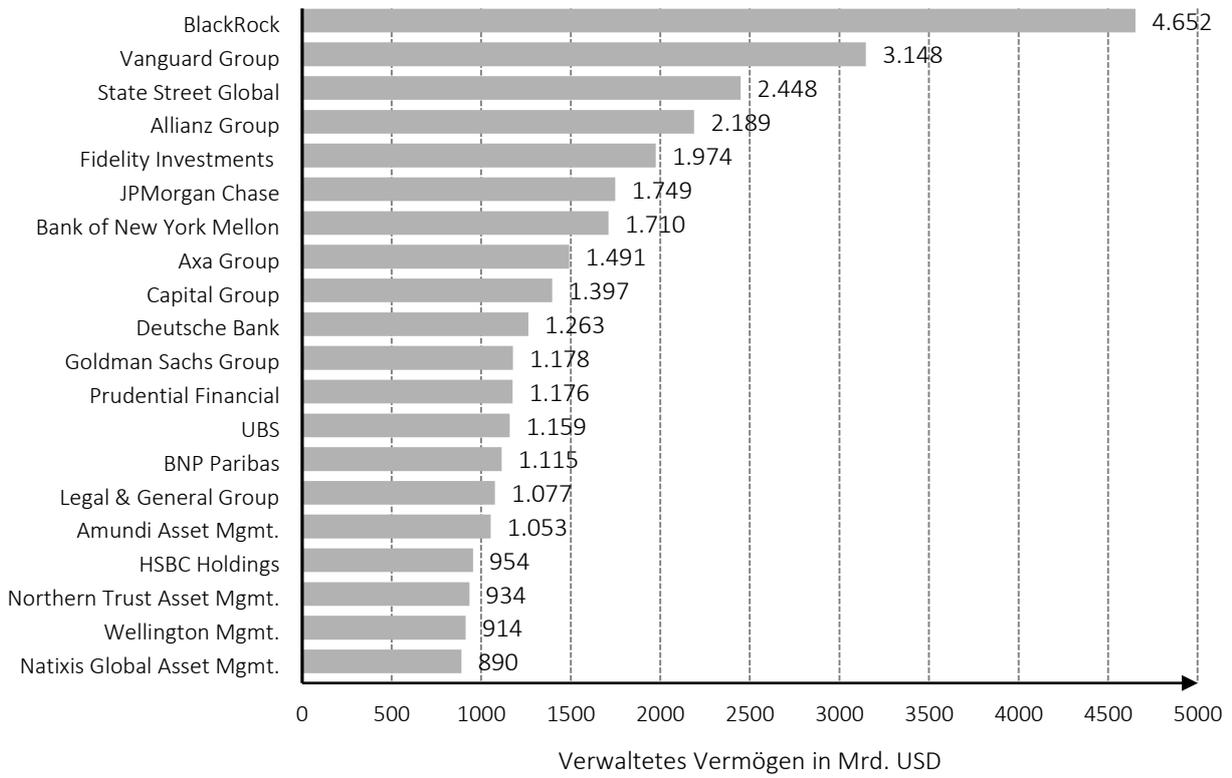
b) In Deutschland



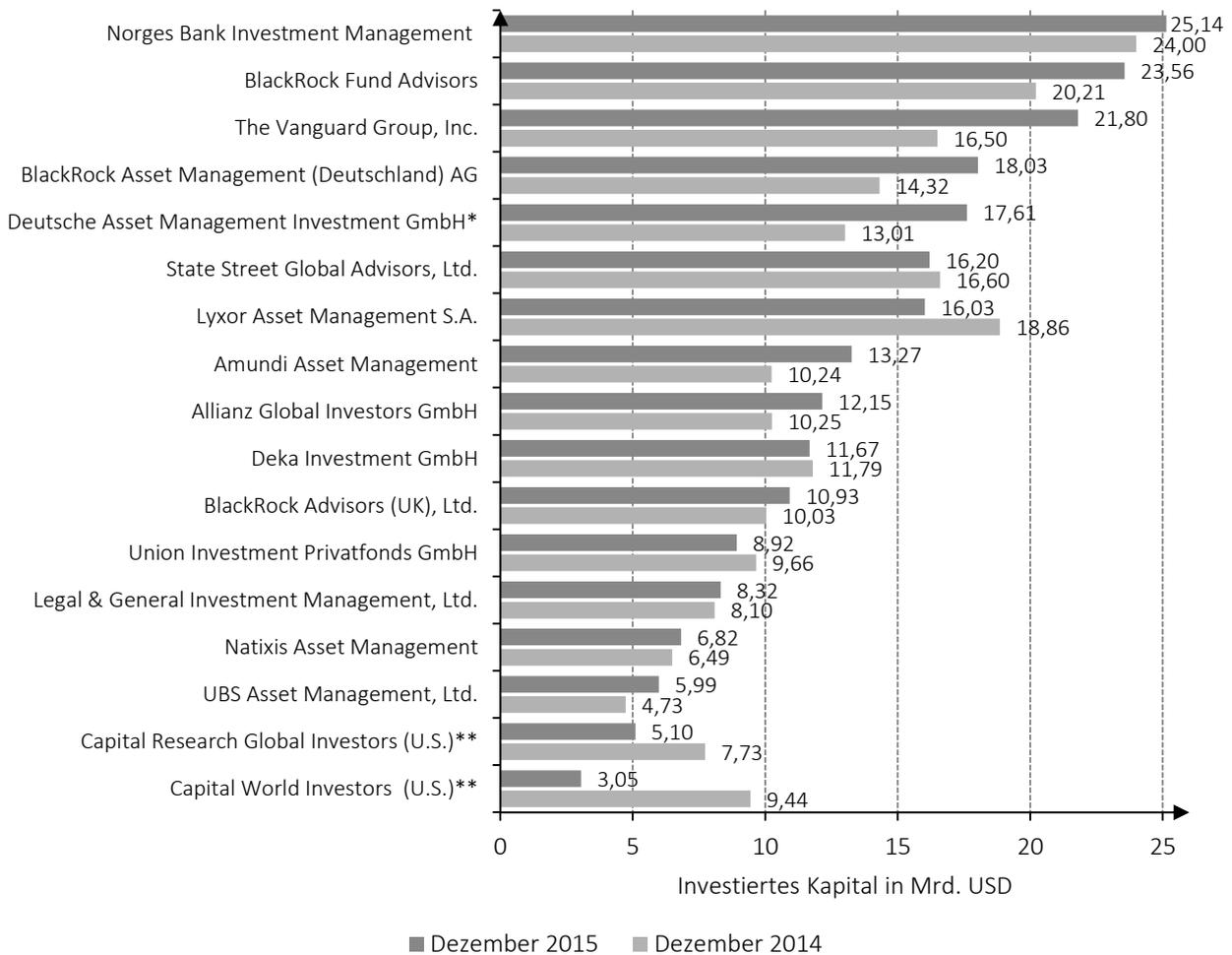
Anmerkungen: Alle Angaben zu aktuellen Preisen und Wechselkursen zu Jahresende. \*Berücksichtigt wurden die Länder Belgien, Deutschland, Finnland, Island, Kanada, Spanien, Schweden, Ungarn, USA sowie Großbritannien, Niederlande, Norwegen und Schweiz. Für die Letztgenannten vier sind jedoch keine Informationen zum Anlagevolumen von Investmentfonds berücksichtigt worden

Quelle: OECD Institutional Investor Statistics

**Abbildung III.12: Größte im Asset Management tätige Unternehmen nach verwaltetem Vermögen weltweit (2014)**

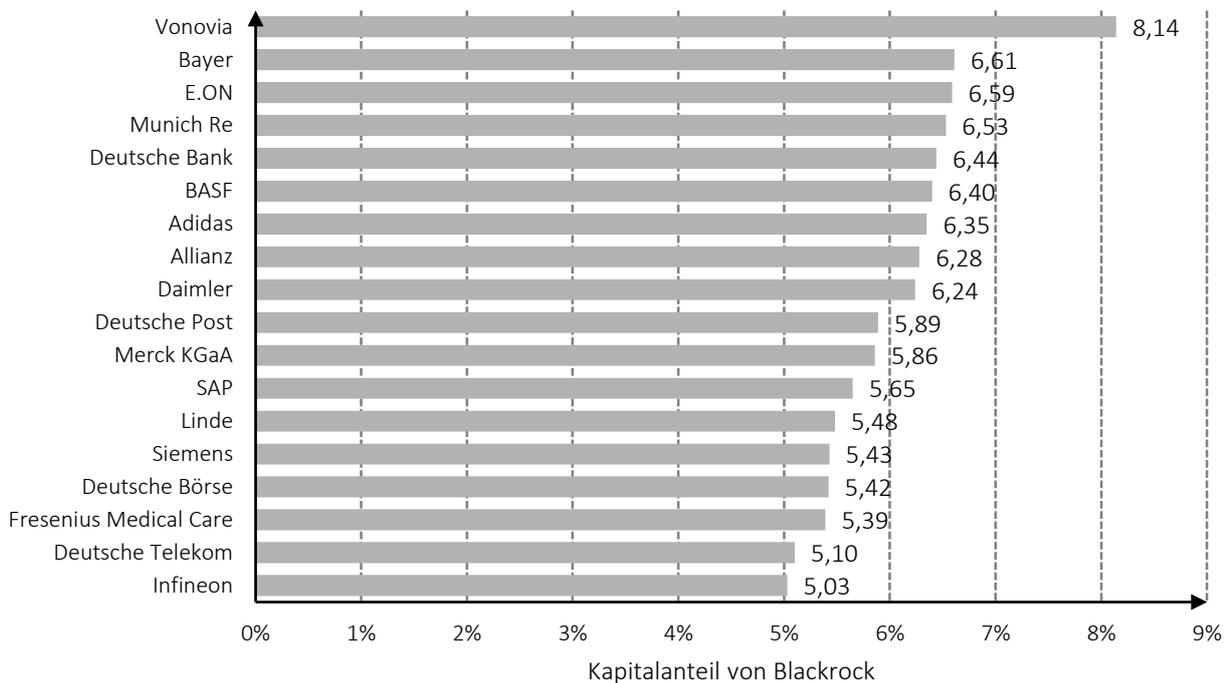


Quelle: Towers Watson, The 500 largest asset managers. The P&I/Towers Watson global 500 research and ranking. Year end 2014, November 2015

**Abbildung III.13: Größte 15 institutionelle Investoren des DAX 2014 und 2015**

Anmerkungen: \*Für 2014 beziehen sich die Angaben auf die Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH. Mit \*\* gekennzeichnete Investoren waren 2015 nicht mehr unter den größten 15

Quelle: Eigene Darstellung nach Marktstudien des Deutschen Investor Relations Verbandes und Ipreo (DIRK/Ipreo, Investoren der Deutschland AG 3.0. Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX 30, Mai 2016)

**Abbildung III.14: Größte Beteiligungen von Blackrock am Aktienkapital von DAX-Unternehmen (Stand: März 2016)**

Quelle: Ariva.de

## 6.2 Anreize zu weniger Wettbewerb durch indirekte Horizontalverflechtungen

**671.** Institutionelle Investoren sind weder in denselben Märkten tätig wie ihre Portfoliounternehmen, noch sind sie in einer Wertschöpfungskette diesen vor- oder nachgelagert. Dies unterscheidet institutionelle Investoren von Anteilseignern mit operativ strategischem Interesse und lässt zunächst keine wettbewerbsverzerrenden Effekte im Sinne von Abschottungseffekten vermuten. Anreize zu weniger intensivem Wettbewerb im Markt der Portfoliounternehmen könnten jedoch durch den Besitz von Anteilen desselben institutionellen Investors an mehreren Anbietern in diesem Markt bestehen. Die Annahme, dass Minderheitsbeteiligungen mit rein finanziellem Interesse zu weniger Wettbewerb führen können, ist in der wirtschaftswissenschaftlichen und wettbewerbspolitischen Diskussion nicht neu. Beispielsweise entwickelten Bresnahan und Salop (1986) bereits Ende der 1980er Jahre aus diesem Grund eine modifizierte Version des Herfindahl-Hirschman-Indexes zur Berücksichtigung von kapitalmäßigen und stimmrechtlichen Minderheitsbeteiligungen bei der Messung von Unternehmenskonzentration.<sup>67</sup> Die Monopolkommission hatte mit spezifischem Bezug auf branchenfremde Anteilseigner von Minderheitsbeteiligungen bereits in ihrem ersten Hauptgutachten 1973/1974 auf eine wesentliche Konzentrationswirkung von indirekten Horizontalverbindungen durch Banken hingewiesen.<sup>68</sup>

**672.** Hält ein diversifizierter Investor in einem Markt an mehreren Anbietern Kapitalanteile, so liegt es in dessen Interesse, die Rendite aus allen Anteilen insgesamt zu maximieren. Ein intensiver Wettbewerb zwischen den Portfoliounternehmen eines Marktes würde dem zunächst entgegenstehen, da Preise und Gewinnmargen aller Portfoliounternehmen erwartungsgemäß sinken würden. Vor diesem Hintergrund liegt es zunächst sowohl im Interesse der Portfoliounternehmen als auch im Interesse des diversifizierten Anlegers, die Gewinnmargen der Portfoliounternehmen durch weniger intensiven Wettbewerb über Wettbewerbsniveau zu halten. Wenn für einzelne Portfoliounternehmen Anreize bestünden, sich wettbewerbslich zu verhalten, beispielsweise weil ihnen dadurch für eine gewisse Zeit Monopolgewinne aus individuellen Wettbewerbsvorteilen erwachsen würden, so widerspricht dies dem Interesse des diversifizierten

<sup>67</sup> Bresnahan, T. F./Salop, S. C., Quantifying the competitive effects of joint ventures, *International Journal of Industrial Organisation* 4, 1986, S. 155-175.

<sup>68</sup> Vgl. Monopolkommission, I. Hauptgutachten, a. a. O., u. a. Tz. 79.

Anlegers, solange die aus anderen Portfoliounternehmen erwachsenden Renditeeinbußen nicht überkompensiert werden.

**673.** Durch die Abwesenheit eines operativ strategischen Interesses an den Portfoliounternehmen im klassischen Sinne einer gemeinsamen Wertschöpfungskette kann institutionellen Investoren eine Interessengleichheit bezüglich ihrer Portfoliorenditeoptimierung unterstellt werden. Nicht nur, aber vor allem dann, wenn sich die Menge der gehaltenen Portfoliounternehmen unterschiedlicher institutioneller Investoren in einem Markt zu einem gewissen Ausmaß überschneidet, bestünde sogar ein gemeinsames Interesse dieser Investoren an geringerer Wettbewerbsintensität im jeweiligen Markt. Eine derartige Interessengleichheit bedarf keinerlei Verflechtung zwischen den institutionellen Investoren selbst. Allerdings lässt sich beobachten, dass auch gerade große institutionelle Investoren miteinander über Minderheitsbeteiligungen verflochten sind. Zum Beispiel halten Vanguard, State Street und Wellington Anteile von bis zu über sechs Prozent direkt an Blackrock. Zusätzlich halten alle drei Anteile von bis über zehn Prozent an der Beteiligungsgesellschaft Financial Services Group, welche mit fast 24 Prozent größter Eigner von Blackrock ist. Umgekehrt hält Blackrock beispielsweise direkt Anteile an State Street und mittelbar über Fonds an Vanguard.<sup>69</sup> Diese Verflechtung unter institutionellen Investoren selbst unterstreicht zusätzlich die Annahme einer Interessengleichheit.

**674.** Allerdings dürfte das Interesse langfristig orientierter institutioneller Investoren an einer geringeren Wettbewerbsintensität auf dem Markt der Portfoliounternehmen nicht uneingeschränkt sein. Der Grund hierfür ist, dass fehlender Wettbewerb das Risiko ausbleibender Effizienzsteigerungen sowie langfristiger Investitionen birgt. Wettbewerbliches Verhalten könnte daher solange auch im Interesse diversifizierter Investoren liegen, wie die Renditeeinbußen durch Preise auf Wettbewerbsniveau nicht die Renditeeinbußen durch ausgebliebene Investitionen und Effizienzsteigerungen übersteigen. Alternativ könnten jedoch auch andere Anreize für Investitions- und Innovationstätigkeit geschaffen werden.

**675.** Die Monopolkommission sieht unter bestimmten Umständen ein Interesse institutioneller Anleger an weniger intensivem Wettbewerb zwischen deren Portfoliounternehmen eines Marktes. Dies gilt im Allgemeinen auch für andere diversifizierte Anleger, die Portfolioinvestitionen innerhalb eines Marktes halten. Das Vorliegen eines derartigen Interesses stellt allerdings keineswegs bereits ein hinreichendes Argument zur Annahme eines wettbewerbsverzerrenden Potenzials dar. Von Bedeutung ist diesbezüglich weiterhin, inwiefern institutionelle Investoren über die Möglichkeit verfügen, ihr Interesse gegenüber dem Management der Portfoliounternehmen durchzusetzen und/oder indirekte Horizontalbeteiligungen ein Parallelverhalten der Portfoliounternehmen ermöglichen oder erleichtern.

### 6.3 Strategische Einflussnahme institutioneller Investoren

**676.** Institutionelle Investoren haben vielfältige Möglichkeiten Einfluss auf das Management eines börsennotierten Portfoliounternehmens auszuüben: Z. B. durch Stimmrechtsausübung auf der Gesellschafterversammlung, durch Mitgliedschaft im Aufsichtsrat oder durch Versuche das Management direkt zu Änderungen zu bewegen. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit des Verkaufs der gehaltenen Anteile, wobei zu berücksichtigen ist, dass auch allein die Möglichkeit zum Verkauf eine disziplinierende Wirkung entfalten kann.<sup>70</sup> Bezüglich der Einflussmöglichkeiten institutioneller Investoren müssen vor allem auch Unterschiede in den verfolgten Anlagestrategien berücksichtigt werden: Grundsätzlich lassen sich passive Anlagestrategien von aktiven unterscheiden. Bei passiven Anlagestrategien besteht unter Umständen keine Möglichkeit zur Desinvestition, da Beteiligungen an Portfoliounternehmen nur mittelbar, z. B. über Indexfonds, bestehen. Bei aktiven Anlagestrategien werden einzelne Portfolios durch ein ständiges Eingreifen der Verwalter angepasst und eine Einflussnahme über Veräußerung oder auch lediglich die Möglichkeit einer solchen erscheint hier wesentlich praktikabler.<sup>71</sup> Es gilt in diesem Zusammenhang anzumerken, dass Unternehmen in der Regel ein Interesse daran haben, gerade in aktiv verwaltete Fonds aufgenommen zu werden bzw. in ihnen zu verbleiben. Aus diesem Grund

<sup>69</sup> Vgl. Bureau van Dijk, Orbis-Datenbank, Stand 25. Mai 2016, Abruf am 25. Mai 2016.

<sup>70</sup> Vgl. Hirschman, A., *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge, MA, Harvard University Press, 1971.

<sup>71</sup> Vgl. zur Unterscheidung aktiver und passiver Anlagestrategien institutioneller Investoren Davies, E. P./Steil, B., *Institutional Investors*, MIT Press, 2001, S. 58 ff.

sind regelmäßige Präsentationen zu Performance und Abschlüssen von Portfoliounternehmen bei ihren wichtigsten Aktionären der Regelfall. Nichtsdestotrotz ist keinesfalls anzunehmen, dass sich Investoren mit passiven Anlagestrategien auch zwangsläufig passiv gegenüber den Portfoliounternehmen verhalten. Dies belegen Äußerungen von Brancheninsidern und auch Ergebnisse empirischer wirtschaftswissenschaftlicher Forschung.<sup>72</sup> Eine aktuelle Befragung 143 großer institutioneller Investoren zeigt, dass von diesen beiden komplementären Einflussmöglichkeiten regelmäßig Gebrauch gemacht wird. Große Bedeutung muss hier vor allem Gesprächen „Hinter-den-Kulissen“ zwischen Vertretern institutioneller Investoren und Managern sowie Aufsichtsratsmitgliedern der Portfoliounternehmen beigemessen werden.<sup>73</sup>

**677.** Hält ein institutioneller Investor Minderheitsbeteiligungen an mehreren Anbietern in einem Markt, so lässt sich ein grundsätzliches Interesse des Anlegers an einer Maximierung der Gesamtportfoliorendite und somit unter Umständen ein Interesse an weniger Wettbewerb herleiten. Es ist weiterhin anzunehmen, dass selbst für institutionelle Investoren mit passiven Anlagestrategien zumindest Möglichkeiten zur Einflussnahme auf die Unternehmensführung bestehen, womit sich ein wettbewerbsverzerrendes Potenzial auf derartigen Märkten ergibt. Nach Ansicht der Monopolkommission ist in solchen Fällen allerdings unbedingt auch das Gewicht nicht-diversifizierter Gesellschafter zu berücksichtigen: Befindet sich ein Anbieter im Markt mit hinreichendem Marktanteil mehrheitlich im Eigentum eines nicht-diversifizierten Investors, so besteht hier womöglich ein Interesse an wettbewerblichem Verhalten des Zielunternehmens, wenn dieses zu einer Gewinnsteigerung zulasten seiner Wettbewerber – und damit womöglich zulasten der Portfoliorendite diversifizierter Gesellschafter – in der Lage ist. Im Falle von Mehrheitsanteilen wäre es einem solchen nicht-diversifizierten Gesellschafter möglich, sich gegen Minderheitsanteile diversifizierter Investoren durchzusetzen, womit ein wettbewerbsverzerrendes Potenzial unter Umständen abgeschwächt würde. Es gilt daher das Stimmgewicht und die Interessenlage nicht-diversifizierter Gesellschafter zu berücksichtigen. Dieser Aspekt wird beispielsweise auch bei der Berechnung der Marktkonzentration über einen modifizierten Herfindahl-Hirschman-Index nicht ausreichend berücksichtigt. Im Falle kollusiven Verhaltens der Portfoliounternehmen könnten allerdings nicht nur die diversifizierten Investoren von Preisen über Wettbewerbsniveau profitieren, sondern gleichfalls die beteiligten Portfoliounternehmen und somit auch ein nicht-diversifizierter Gesellschafter.

**678.** Wie in Tz. 672 ausgeführt wurde, gibt es Argumente, die für die Annahme eines gewissen Grades an Interessengleichheit verschiedener institutioneller Investoren in einem Markt sprechen. Aus diesem Grunde kann es sich als sachgemäß erweisen, den Kapitalanteil, welcher an einem Portfoliounternehmen insgesamt von institutionellen Investoren gehalten wird, aggregiert zu betrachten. Dies würde einer effektiven Minderheitskontrolle ähnlich sein, bei welcher mehrere Minderheitsgesellschafter durch gemeinsames Handeln faktisch ein Zielunternehmen kontrollieren. Wesentlicher Unterschied ist jedoch, dass im Falle institutioneller Investoren eine Verhaltensabstimmung gar nicht unbedingt vonnöten ist, welche – im Rahmen eines sogenannten „Acting in Concert“ – ohnehin an Rechtsfolgen geknüpft wäre.<sup>74</sup>

<sup>72</sup> Ein Beispiel sind hier Äußerungen der ehemaligen Leitung der Corporate-Governance-Abteilung eines der weltgrößten Pensionsfonds (TIAA), John Wilcox, in der Financial Times, u. a.: „Having a passive investment strategy has nothing to do with your behavior as an owner.“, Financial Times, Passive investment, active ownership, 6. April 2014, Abruf am 13. Mai 2016. Eine aktuelle ökonomische 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. Vgl. hierzu auch die Einschätzung des Deutschen Investor Relations Verbandes zur Bedeutung des vorwiegend passiven Strategien folgender Investors Blackrock: „Trotz der Größe des passiven Anteils ist Blackrock einer der wichtigsten Kunden einer IR-Abteilung, da die Bedeutung des indexierten Geldes des Hauses besonders bei der Abstimmung eine große Rolle spielt. Für deutsche Unternehmen fließen in der Regel aktive und passive Investments in den Entscheidungsprozess ein.“, DIRK/Ipree, Investoren in der Deutschland AG 3.0, Mai 2016, S. 13.

<sup>73</sup> McCahery, J.A./Sautner, Z./Starks, L. T., Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, Journal of Finance, 2016, doi: 10.1111/jofi.12393. Zu diesen Ergebnissen passt beispielsweise auch die Äußerung der Verantwortlichen für Unternehmensdialog und Stimmrechte für europäische Beteiligungen von Blackrock, Amra Balic: „Wenn es soweit 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. Vgl. zur Diskussion aktiver Einflussnahme auch Azar, J./Schmalz, M.C./Tecu, I., Anti-Competitive Effects of Common Ownership, Ross School of Business Working Paper No. 1235, April 2015.

<sup>74</sup> Der Vorwurf eines „Acting in Concert“ von Seiten der Portfoliounternehmen gegenüber institutionellen Investoren stellt indes keine Seltenheit dar. Allerdings kann allein die Äußerung eines derartigen Vorwurfs strategisches Mittel der Portfoliounternehmen

Man kann in diesem Zusammenhang daher auch von einer Art passiver effektiver Minderheitskontrolle sprechen. Im Gegensatz zu klassischen Formen effektiver Minderheitskontrolle fällt eine solche passive Form strategischen Einflusses z. B. auch nicht in den Anwendungsbereich der europäischen Fusionskontrollverordnung. Zur Veranschaulichung ein Beispiel: In einem Markt befinden sich die Anteile aller Anbieter in Streubesitz, in der Regel gelten daher alle Unternehmen als unabhängig und es stellt sich insofern kein wettbewerbspolitisches Problem, da angenommen wird, dass jeder Anbieter einen Anreiz verfolgt, seine individuellen Gewinne auch zu Lasten seiner Konkurrenten zu maximieren. Wenn nun allerdings i) die Anteile aller Anbieter mehrheitlich von institutionellen Investoren gehalten werden, ii) die zusätzlich an anderen Anbietern desselben Marktes beteiligt sind und daher iii) ein gemeinsame Interesse an der Gesamtmarkrendite besteht, ergibt sich ein enormes wettbewerbsverzerrendes Potenzial. Hierfür bedarf es nicht notwendigerweise eines gemeinsamen Kapitalanteils institutioneller Investoren von über 50 Prozent. Eine wesentliche Möglichkeit zur Beeinflussung strategischer Entscheidungen könnte beispielsweise bereits mit einer Sperrminorität von 25 Prozent bestehen. Vielmehr als lediglich nach der Anteilshöhe institutioneller Investoren richtet sich die Einflussmöglichkeit derselben nach der Verteilung der übrigen Stimmrechte und deren tatsächlicher Wahrnehmung. So betrug beispielsweise die Präsenzquote auf Hauptversammlungen der DAX-30 Unternehmen 2015 zuletzt weniger als 55 Prozent, womit durchschnittlich bereits mit etwa 28 Prozent der Stimmrechte eine einfache Stimmenmehrheit bestünde.<sup>75</sup>

**679.** Die Höhe der Anteile institutioneller Investoren rückt lediglich dann in den Vordergrund, wenn (einzelne) Portfoliounternehmen gegenläufige Interessen vertreten. Z. B. könnte dies der Fall sein, wenn ein Portfoliounternehmen Anreize zu wettbewerbllichem Verhalten hat, weil sich daraus für dieses ein Vorteil zulasten seiner Wettbewerber ergeben könnte. In vielen Fällen könnte jedoch sowohl aufseiten der Portfoliounternehmen als auch aufseiten der institutionellen Investoren ein gleichgerichtetes Interesse an Parallelverhalten herrschen, welches durch eine diversifizierte Beteiligungsstruktur institutioneller Investoren wesentlich erleichtert würde, und zwar gänzlich unabhängig von der Höhe der Beteiligungen. Ein weiterer Grund, warum die Höhe der Beteiligung durch einen institutionellen Investor bezüglich seiner Einflussmöglichkeiten eine nachrangige Rolle spielen kann, ist, dass Portfoliounternehmen sich darüber bewusst sind, in Zukunft womöglich auf eben diesen oder andere institutionelle Investoren zwecks Deckung ihres Finanzierungsbedarfs angewiesen zu sein.

## 6.4 Institutionelle Stimmrechtsberatung

**680.** Zunehmende Bedeutung kommt bei der Stimmrechtsausübung institutioneller Investoren institutionellen Stimmrechtsberatern zu, sogenannten Proxy Advisors. Stimmrechtsberatungsunternehmen werden von institutionellen Investoren mit der Vorbereitung von Hauptversammlungsabstimmungen im Sinne der Abgabe von Abstimmungsempfehlungen beauftragt. Den unterbreiteten Empfehlungen wird von den Auftraggebern in der Regel gefolgt. Der Markt für institutionelle Stimmrechtsberatung weist eine oligopolistische Struktur mit hohen Eintrittshürden auf und unterliegt keiner umfassenden Regulierung. Letztere ist jedoch seit einigen Jahren Gegenstand rechtswissenschaftlicher sowie wettbewerbspolitischer Diskussion.<sup>76</sup> Zu den größten Stimmrechtsberatern gehören die US-Unternehmen ISS, MCG und Glass Lewis.

**681.** Trotz eines renditesteigernden Potenzials durch die Wahrnehmung von Stimmrechten auf Aktionärsversammlungen durch institutionelle Investoren haben diese in der Vergangenheit regelmäßig von einer Beteiligung an Abstimmungen abgesehen.<sup>77</sup> Aus rechtsökonomischer Perspektive kann dies – aufgrund der Trennung von Eigentum und Kontrolle

---

sein, um die betroffenen Investoren von Abstimmungen auszuschließen, da diese in der Regel kein Interesse an einer weiteren juristischen Verfolgung des Vorwurfs haben.

<sup>75</sup> Vgl. Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V., SdK-Präsenzstatistik, Stand 30. September 2015, <http://www.sdk.org/assets/Statistiken/HV-Praesenzen/presenz-dax15.pdf>, Stand 20. Juni 2016, Abruf am 20. Juni 2016.

<sup>76</sup> Vgl. hierzu unter anderem Schwarz, P., Institutionelle Stimmrechtsberatung. Rechtstatsachen, Rechtsökonomik, rechtliche Rahmenbedingungen und Regulierungsstrategien, Duncker & Humblot, Berlin, 2013; Weimer, S., Regulierungsmöglichkeiten des Proxy Advisor Marktes. Bedarf und Möglichkeiten eines Markteingriffs, Akademikerverlag, Saarbrücken, 2013; Rose, P., On the Role and Regulation of Proxy Advisors, Public Law and Legal Theory Working Paper Series, 142, 31. Januar 2011.

<sup>77</sup> Vgl. zur sogenannten „rationalen Apathie“ institutioneller Anleger Schwarz, P., Institutionelle Stimmrechtsberatung. Rechtstatsachen, Rechtsökonomik, rechtliche Rahmenbedingungen und Regulierungsstrategien, Duncker & Humblot, Berlin, 2013, S. 135 ff.

bei Kapitalgesellschaften – als problematisch im Sinne eines Prinzipal-Agenten-Konflikts gesehen werden. Als wesentlicher Grund für die Nichtbeteiligung an Aktionärsabstimmungen durch institutionelle Investoren gilt das Risiko dabei gegen Rechtsvorschriften zu verstoßen. Hier handelt es sich um Rechtsfolgen, die unter anderem an ein konzertiertes Handeln mehrerer Anteilseigner, ein sogenanntes „Acting in Concert“,<sup>78</sup> oder Insidergeschäfte geknüpft sind. Das Verbot von Insidergeschäften schränkt die Weitergabe von Informationen durch Emittenten an institutionelle Anleger im Rahmen persönlicher Gespräche stark ein.<sup>79</sup> Da Aktionärsabstimmungen üblicherweise durch persönliche Gespräche vorbereitet werden, besteht hier ein großes Risiko gegen Rechtsvorschriften zu verstoßen. Weiterhin besteht für institutionelle Investoren die Möglichkeit vom Aktionärsaktivismus anderer institutioneller Investoren zu profitieren, was zu einem Trittbrettfahrerverhalten führen kann.<sup>80</sup>

**682.** Mit der Beauftragung von Stimmrechtsberatern ergibt sich für institutionelle Anleger die Möglichkeit, Rechtsrisiken zu umgehen und im Rahmen der Corporate Governance ihrer Aktionärsverantwortung nachzukommen. Damit ist für institutionelle Anleger durch das Angebot der Stimmrechtsberatung eine ökonomische Neubewertung der Stimmrechtsausübung verbunden, die sich unmittelbar auf ihre Einflussmöglichkeiten auf strategische Entscheidungen ihrer Portfoliounternehmen auswirkt. Was aus Sicht der Corporate Governance und Rechtsökonomik wünschenswert ist, verstärkt aus Sicht der Monopolkommission wettbewerbsspolitische Bedenken, indem ein Parallelverhalten der Portfoliounternehmen wesentlich vereinfacht wird. Entscheidend ist hier, dass Stimmrechtsberater einerseits eine koordinierende Rolle zwischen verschiedenen institutionellen Investoren einnehmen und dabei den Rechtstatbestand eines „Acting in Concert“ umgehen können. Andererseits stehen Stimmrechtsberatern Möglichkeiten zur Informationsbeschaffung zu Portfoliounternehmen zur Verfügung, welche auch in Abstimmungsempfehlungen berücksichtigt werden können, ohne unter das Verbot von Insidergeschäften zu fallen.<sup>81</sup> Aus wettbewerbsspolitischer Sicht sind Konstellationen besonders problematisch, in denen Stimmrechtsberater gleichzeitig die Unternehmen beraten, deren Aktionären sie Abstimmungsempfehlungen unterbreiten.<sup>82</sup>

## 6.5 Empirische Evidenz

**683.** Die Monopolkommission hat zur Abschätzung des tatsächlichen Vorliegens wettbewerbsspolitisch problematischer Konstellation indirekter horizontaler Minderheitsbeteiligungen durch institutionelle Investoren eine eigene empirische Analyse auf Grundlage der in Abschnitt 3 beschriebenen Datengrundlage vorgenommen. Hierzu wurden Unternehmen identifiziert, an denen die größten institutionellen Investoren – unabhängig von ihrer Beteiligungshöhe – Kapitalbeteiligungen halten bzw. ein finanzielles Interesse haben. Die Auswahl der Investoren bezieht sich dabei auf die Muttergesellschaften der größten im Asset Management tätigen Unternehmen nach verwaltetem Vermögen weltweit.<sup>83</sup> Zusätzlich wurden Société Générale, Deka Investment und die DZ Bank als weitere unter den 15 größten Einzelinvestoren im DAX-Streubesitz berücksichtigt.<sup>84</sup> Es wurden sowohl direkte Beteiligungen der Muttergesellschaften an Portfoliounternehmen berücksichtigt als auch Beteiligungen, die indirekt über Tochtergesellschaften gehalten werden. Als Portfoliounternehmen wurden nur Unternehmen berücksichtigt, die innerhalb des Berichtskreises nicht weiter konsolidiert werden. Es

<sup>78</sup> Vgl. Tz. 678 in diesem Gutachten.

<sup>79</sup> Vgl. 1. § 14 Abs. 1 WpHG.

<sup>80</sup> Vgl. Fleischer, H./Strothotte, C., Ein Stewardship Code für institutionelle Investoren: Wohlverhaltensregeln und Offenlegung der Abstimmungspolitik als Vorbild für Deutschland und Europa?, *Die Aktiengesellschaft*, 221-233, 2011, S. 224 f.

<sup>81</sup> Vgl. Schwarz, P., *Institutionelle Stimmrechtsberatung. Rechtstatsachen, Rechtsökonomik, rechtliche Rahmenbedingungen und Regulierungsstrategien*, Duncker & Humblot, Berlin, 2013, S. 149 f. und 267.

<sup>82</sup> Als Beispiel ist hier das Unternehmen ISS zu nennen.

<sup>83</sup> Vgl. Abbildung III.12. Hierbei ist anzumerken, dass einzelne Tochtergesellschaften rechtlich selbstständige Einheiten darstellen können, die eine kapitalmäßige Mehrheitsbeteiligung mit der Muttergesellschaft verbindet. Trotz verbreiteter Mechanismen zur Vermeidung von Informationsaustausch und Interessenkonflikten zwischen einzelnen Gesellschaften oder Geschäftsbereichen, sogenannten „chinesischen Mauern“, erachtet die Monopolkommission eine Zusammenlegung der einzelnen Unternehmensgruppenteile im vorliegenden Kontext im Sinne einer wirtschaftlichen Einheit als angebracht. Diese Konsolidierung sollte bei einer Einzelfallbetrachtung jedoch einer Prüfung unterzogen werden.

<sup>84</sup> Vgl. Abbildung III.13.

wurden Beteiligungen identifiziert, wenn die Mutter- oder eine Tochtergesellschaft über ihre Identifikationsnummer unter den Anteilseignern eines erfassten Unternehmens gefunden werden konnte oder der Name eines Anteilseigners mit dem der Muttergesellschaft des institutionellen Investors nahezu identisch ist.<sup>85</sup>

**684.** Tabelle III.10 zeigt die Anzahl der identifizierten konsolidierten Portfoliounternehmen in Deutschland nach Investor und Wirtschaftsbereich für das Jahr 2012.<sup>86</sup> Es ist hier deutlich erkennbar, dass viele institutionelle Investoren in einem Wirtschaftsbereich mehrere Portfoliounternehmen halten. Besonders ausgeprägt ist dies in den Bereichen des produzierenden Gewerbes „Herstellung von Datenverarbeitungsgeräten, optischer und elektronischer Ausrüstung“ sowie „Herstellung von Maschinen und Fahrzeugen“. In Letzterem konnten beispielsweise 28 Portfoliounternehmen der Deutschen Bank Gruppe zugerechnet werden, 15 der DZ Bank, 14 Vanguard und jeweils 13 der Allianz Gruppe und dem Norwegischen Staatsfonds.

**685.** Tabelle III.11 zeigt die Anzahl identifizierter Portfoliounternehmen in EU-28 Mitgliedstaaten und Norwegen und der Schweiz für das Jahr 2012. Im Bereich „Herstellung von Maschinen und Fahrzeugen“ halten beispielsweise Vanguard und Blackrock Anteile an 74 bzw. 65 Portfoliounternehmen. Die Anzahl der Portfoliounternehmen je Investor in einem Wirtschaftsbereich kann allerdings auch weit höher liegen, so konnten für BPCE im Bereich „Grundstücks- und Wohnungswesen“ in Europa 123 Portfoliounternehmen identifiziert werden. Tabelle III.12 lässt sich die durchschnittliche Anzahl der größten institutionellen Anleger entnehmen, die an einem Portfoliounternehmen Kapitalanteile halten. Für Deutschland sind dies mehr als fünf im Bereich „Herstellung von Maschinen und Fahrzeugen“. Für Europa sind es im Bereich „Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden“ sogar über sechs. Dies zeigt, dass sich viele Unternehmen im Portfolio mehrerer der großen institutionellen Anleger gleichzeitig befinden, was ein gemeinsames Interesse der beteiligten Investoren nahelegt. Werden zusätzlich zu den größten auch andere institutionelle Investoren berücksichtigt, so zeigt sich, dass die Anzahl der identifizierten Portfoliounternehmen in allen Wirtschaftsbereichen beachtlich zunimmt: Im Bereich „Herstellung von Maschinen und Fahrzeugen“ konnten in Deutschland 34 und in Europa 232 Unternehmen als Portfoliounternehmen der größten institutionellen Anleger identifiziert werden. Die Anzahl von Portfoliounternehmen sämtlicher institutioneller Anleger beträgt dagegen in Deutschland 369 und in Europa 4.002. Zwar handelt es sich hier lediglich um absolute Häufigkeiten, es ist jedoch anzunehmen, dass es sich bei den identifizierten Portfoliounternehmen um solche mit überdurchschnittlich großen Marktanteilen handelt. Dies legen auch die relativen Häufigkeiten in Tabelle III.12 nahe, welche zum einen den prozentualen Anteil von Portfoliounternehmen an den Unternehmen eines Wirtschaftsbereichs in den Daten insgesamt angeben und zum anderen den prozentualen Anteil von Portfoliounternehmen an allen börsennotierten Unternehmen eines Wirtschaftsbereichs: Im Bereich „Herstellung pharmazeutischer Erzeugnisse“ machen Portfoliounternehmen institutioneller Investoren sowohl in Deutschland mit 13 Prozent als auch in Europa mit 22 Prozent den größten Anteil aus. Der Anteil von börsennotierten Portfoliounternehmen an allen börsennotierten Unternehmen in demselben Wirtschaftsbereich beträgt für Deutschland und Europa jeweils knapp 93 Prozent.

**686.** Die Analyse der Verteilung von Portfoliounternehmen auf Investoren und Wirtschaftsbereiche kann zwar erste Hinweise auf das Vorliegen wettbewerblich möglicherweise problematischer Beteiligungskonstellationen liefern, aber keinen Beitrag zur Beantwortung der Frage leisten, ob es tatsächlich zu wettbewerbsverzerrenden Effekten kommt. Allerdings kann generell auch bereits ein ausgeprägtes nachgewiesenes wettbewerbsschädigendes Potenzial Grund genug für eine Handlungsnotwendigkeit sein. Nichtsdestotrotz existieren empirische Untersuchungen, die Preisanstiege auf die Beteiligung institutioneller Investoren zurückführen. Beispielsweise vergleicht ein aktuelles Forschungspapier zu

---

<sup>85</sup> Mit Letzterem soll unter anderem verhindert werden, dass namentlich eindeutig zuzuordnende Anteilseigner aufgrund abweichender Identifikationsnummer nicht erfasst werden. Es handelt sich z. B. um in Orbis vermerkte Anteilseigner mit der Bezeichnung „Vanguard via ist funds“. Weiterhin wurden Beteiligungen aus der Analyse ausgeklammert, die explizit im Namen einer dritten juristischen Person gehalten werden, da hier nicht mit ausreichender Sicherheit angenommen werden kann, dass etwaige Stimmrechte vom jeweiligen institutionellen Anleger wahrgenommen werden können. Nicht identifiziert werden konnten Beteiligungen, die durch institutionelle Investoren mittelbar über ultimative Gruppenoberhäupter außerhalb des Berichtskreises an Unternehmen im Berichtskreis gehalten werden.

<sup>86</sup> Es gilt bei der Darstellung in Tabelle III.10 und Tabelle III.11 einerseits zu beachten, dass die sehr grobe Untergliederung von Wirtschaftsbereichen keine wettbewerblich relevanten Marktabgrenzungen widerspiegelt. Andererseits wurden die Unternehmen den Wirtschaftsbereichen nach dem Umsatzschwerpunkt zugeordnet, sodass einzelne Unternehmen grundsätzlich darüber hinaus in anderen Wirtschaftsbereichen tätig sein können.

diesem Thema die Auswirkungen der Übernahme von Barclays Global Investors durch Blackrock auf die Preise in der Luftfahrtbranche der USA. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass das Potenzial zu wettbewerbsschädigendem Verhalten ohne Berücksichtigung von Minderheitsbeteiligungen institutioneller Investoren weit unterschätzt wird und finden zudem Preissteigerungen durch eine Zunahme der Beteiligungskonzentration.<sup>87</sup> In einer weiteren Studie können höhere Preise für Finanzprodukte in der Bankenbranche mit höheren Beteiligungsraten durch diversifizierte institutionelle Investoren und wechselseitige Minderheitsbeteiligungen der Marktteilnehmer zusammengebracht werden.<sup>88</sup>

## 6.6 Fazit und Ausblick

**687.** Die Monopolkommission sieht ein wesentliches wettbewerbsverzerrendes Potenzial durch indirekte Horizontalbeteiligungen zwischen Portfoliounternehmen desselben Wirtschaftsbereichs über institutionelle Investoren. Dabei gilt dies theoretisch ebenso für Beteiligungen an Portfoliounternehmen entlang einer Wertschöpfungskette. Dieses Potenzial besteht trotz der geringen Höhe gehaltener Anteile und begrenzter Einflussmöglichkeiten institutioneller Investoren auf strategische Entscheidungen ihrer Portfoliounternehmen. Das wettbewerbsbeeinträchtigende Potenzial indirekter horizontaler Verflechtungen verschärft sich durch zusätzliche Faktoren, wie etwa das Vorliegen von Interessengleichheit verschiedener institutioneller Investoren und eine institutionalisierte Stimmrechtsberatung.

**688.** Länder- und sektorübergreifende empirische Analysen zur Verbreitung indirekter Horizontalverflechtungen über institutionelle Anleger für das Jahr 2012 demonstrieren die quantitative Relevanz derartiger Beteiligungskonzentrationen in Deutschland und Europa. Vor dem Hintergrund eines weltweit stark anwachsenden Investitionsvolumens institutioneller Anleger und einer tendenziellen Untererfassung von Beteiligungen in der verwendeten Datenbasis dürfte die diesbezügliche Unternehmensverflechtung seither noch zugenommen haben.

**689.** Unabhängig davon, ob Minderheitsbeteiligungen unmittelbar zwischen Unternehmen bestehen, die über eine Wertschöpfungskette horizontal oder vertikal miteinander verbunden sind oder mittelbar über institutionelle Anleger bestehen, folgen die Schadenstheorien im Kern denselben Mechanismen. Die Monopolkommission schließt sich der Einschätzung der Europäischen Kommission an, dass eine dringende Erweiterung des Anwendungsbereichs der FKVO auf nicht-kontrollierende Minderheitsbeteiligungen zwischen horizontal und vertikal über eine Wertschöpfungskette verbundenen Unternehmen derzeit nicht verhältnismäßig erscheint.<sup>89</sup> Diese Einschätzung ist nach Ansicht der Monopolkommission nicht auf das Phänomen indirekter Minderheitsbeteiligungen über institutionelle Investoren übertragbar, welches durch seine Omnipräsenz von größerer wettbewerbspolitischer Relevanz ist. Demnach wäre es zu begrüßen, wenn indirekten Minderheitsbeteiligungen über institutionelle Anleger mehr Aufmerksamkeit auch im Rahmen einer möglichen Fortentwicklung der europäischen Fusionskontrollverordnung auf europäischer Ebene zukäme.

**690.** Nichtsdestotrotz sieht die Monopolkommission weiteren Klärungsbedarf für wirtschaftspolitische Handlungsempfehlungen. Vor allem sektorspezifische Studien zur Unternehmensverflechtung über institutionelle Anleger und die Bedeutung von Anteilseignern mit Wettbewerbsinteresse sowie auch die Auswirkungen auf das Marktergebnis sind hier wünschenswert.

---

<sup>87</sup> Azar, J./Schmalz, M.C./Tecu, I., Anti-Competitive Effects of Common Ownership, Ross School of Business Working Paper No. 1235, April 2015.

<sup>88</sup> Azar, J./Raina, S./Schmalz, M., Ultimate Ownership and Bank Competition, preliminary SSRN Arbeitspapier, 16. März 2016.

<sup>89</sup> Vgl. Abschnitt 5 in diesem Kapitel.

**Tabelle III.10: Anzahl Portfoliounternehmen nach größten Investoren in Deutschland (2012)**

	Blackrock	Vanguard	State Street	Allianz	Fidelity	JPMorgan Chase	Bank of New York	Axa	Deutsche Bank	Goldman Sachs	Prudential	UBS	BNP Paribas	Legal & General	Sas Rue La Boetie	HSBC	Northern Trust	Wellington	BPCE	Capital Group	Société Générale	Norwegen	Deka Bank	DZ Bank
Land- und Forstwirtschaft	0	2	0	2	0	1	0	0	2	0	0	2	1	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1	1
Bergbau und Gew. von Steinen und Erden	1	1	1	1	0	1	0	1	2	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	2
Herst. Von Nahrungsmitteln und Tabak	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Herstellung von Textilien	2	2	1	2	0	1	2	1	4	0	1	1	2	0	1	0	0	0	1	2	1	2	1	3
Herst. von Holz-, Papier-, Druckwaren u. a.	1	1	0	1	0	0	0	0	2	0	0	2	1	0	0	2	0	1	0	0	0	1	0	1
Herst. chemischer Erzeugnisse	3	5	3	3	0	2	1	3	3	0	1	4	1	0	3	3	0	1	3	2	1	5	4	5
Herst. pharmazeutischer Erzeugnisse	2	1	1	2	0	1	2	1	6	0	1	3	1	0	1	3	0	1	1	1	1	1	5	2
Herst. von Kunststoff-, Gummi-, Glas- u. Keramikwaren	2	2	1	2	0	1	0	1	4	1	0	2	1	0	1	2	0	1	1	0	1	2	1	3
Metallerzeugung und -erzeugnisse	1	1	1	1	0	0	0	1	5	0	0	3	0	0	0	2	0	0	1	0	1	4	0	4
Herst. von Datenverarbeitungsgeräten u. a.	12	10	3	15	0	10	5	5	19	1	0	8	3	0	1	5	1	2	5	4	2	13	8	14
Herst. von Maschinen und Fahrzeugen	10	14	5	13	1	12	3	7	28	0	4	12	6	0	5	6	0	1	3	5	1	13	10	15
Energieversorgung und Umweltdienstleistungen	3	3	1	3	0	1	2	1	4	0	0	1	1	0	1	0	0	0	3	1	1	3	3	1
Handel	5	6	3	15	1	7	5	5	11	1	3	4	3	0	2	5	0	0	2	4	0	8	5	9
Gastgewerbe	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Baugewerbe und Infrastruktur	3	3	1	4	0	2	2	2	7	0	0	4	2	0	2	3	1	1	3	0	1	3	4	5
Verlagswesen, Medien und Telekommunikation	8	10	6	10	1	7	3	3	12	2	2	5	2	1	1	4	1	1	3	4	4	7	4	8
Dienstleistungen Informations- und Kommunikationstechnik	4	3	3	6	2	2	1	4	11	1	1	4	2	0	1	1	0	0	1	1	0	2	4	8
Grundstücks- und Wohnungswesen	5	5	4	8	0	4	2	5	7	1	1	3	5	0	3	4	1	1	3	0	3	3	3	7
Sonstige Dienstleistungen	6	8	3	21	0	9	2	11	24	3	3	8	4	1	1	13	0	0	7	2	4	4	9	15

Anmerkungen: Berücksichtigt wurden direkte Beteiligungen und indirekte Beteiligungen über mehrheitlich kontrollierte Tochtergesellschaften an konsolidierten Unternehmen mit Sitz in Deutschland (vgl. zur verwendeten Datenbasis Abschnitt 3 in diesem Kapitel); Zuordnung der Portfoliounternehmen zu Wirtschaftsbereichen nach Umsatzschwerpunkt

Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten von Bureau van Dijk

**Tabelle III.11: Anzahl Portfoliounternehmen nach größten Investoren in Europa (2012)**

	Blackrock	Vanguard	State Street	Allianz	Fidelity	JPMorgan Chase	Bank of New York	Axa	Deutsche Bank	Goldman Sachs	Prudential	UBS	BNP Paribas	Legal & General	Sas Rue La Boetie	HSBC	Northern Trust	Wellington	BPCE	Capital Group	Société Générale	Norwegen	Deka Bank	DZ Bank
Land- und Forstwirtschaft	9	7	4	10	0	10	5	6	5	1	1	8	6	2	11	8	1	2	5	1	9	10	2	2
Bergbau und Gew. von Steinen und Erden	55	37	37	22	4	58	29	39	31	30	19	47	38	30	29	68	26	13	12	16	53	47	15	14
Herst. von Nahrungsmitteln und Tabak	31	33	30	24	5	28	16	23	26	15	15	32	24	16	24	25	13	4	26	16	26	33	11	8
Herstellung von Textilien	14	8	9	11	2	10	6	12	9	4	8	15	14	8	6	12	4	3	11	4	12	10	2	5
Herst. von Holz-, Papier-, Druckwaren u. a.	33	37	29	20	1	25	22	25	17	9	13	30	30	13	16	35	10	5	14	9	16	43	8	8
Herst. chemischer Erzeugnisse	31	33	25	20	1	18	17	33	24	10	17	32	15	10	21	32	13	4	15	13	25	41	11	12
Herst. pharmazeutischer Erzeugnisse	30	31	14	19	4	17	12	20	22	9	13	35	27	8	16	30	10	13	17	7	20	36	15	6
Herst. von Kunststoff-, Gummi-, Glas- u. a.	19	20	14	15	1	13	11	20	15	4	7	16	18	8	8	26	4	3	8	5	13	19	5	8
Metallerzeugung und -erzeugnisse	40	39	24	23	3	33	15	28	19	9	11	30	39	16	14	39	16	4	19	10	21	46	8	16
Herst. von Datenverarbeitungsgeräten u. a.	65	58	39	50	7	56	37	67	54	17	24	60	55	27	28	57	22	12	46	26	49	71	27	23
Herst. von Maschinen und Fahrzeugen	65	74	51	52	6	60	28	57	55	17	27	63	56	23	41	55	16	8	57	25	39	84	21	27
Energieversorgung und Umweltdienstleistungen	33	32	25	23	3	18	16	20	17	11	7	24	23	7	27	16	7	1	20	6	19	45	14	13
Handel	59	70	44	74	9	63	40	63	46	27	30	56	67	31	46	76	25	7	67	27	52	82	18	29
Gastgewerbe	10	11	11	10	2	12	6	13	9	6	6	11	23	7	7	11	6	3	15	1	17	14	2	6
Baugewerbe und Infrastruktur	65	69	50	60	11	68	36	62	52	19	31	61	67	34	68	64	30	10	99	17	70	89	13	21
Verlagswesen, Medien und Telekommunikation	59	57	46	40	16	50	38	52	42	21	27	54	50	31	37	47	17	7	49	20	49	87	13	30
Dienstleistungen Informations- und Kommunikationstechnik	26	25	17	38	17	25	23	43	21	7	11	22	37	13	20	33	7	2	60	7	20	32	7	17
Grundstücks- und Wohnungswesen	52	52	41	46	2	26	25	61	31	18	24	103	69	19	58	32	15	3	123	5	30	51	6	9
Sonstige Dienstleistungen	77	58	67	92	15	83	53	106	80	39	47	82	102	59	74	132	39	12	121	23	111	83	17	30

Anmerkungen: Berücksichtigt wurden direkte Beteiligungen und indirekte Beteiligungen über mehrheitlich kontrollierte Tochtergesellschaften an konsolidierten Unternehmen mit Sitz in EU-28 Staaten sowie Norwegen und der Schweiz (vgl. zur verwendeten Datenbasis Abschnitt 3 in diesem Kapitel); Zuordnung der Portfoliounternehmen zu Wirtschaftsbereichen nach Umsatzschwerpunkt

Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten von Bureau van Dijk

**Tabelle III.12: Portfoliounternehmen insgesamt nach Wirtschaftsbereichen (2012)**

	Anzahl Portfoliounternehmen der größten institutionellen Anleger*		Durchschnittliche Anzahl größter institutioneller Anleger* an Portfoliounternehmen (%)		Anzahl Portfoliounternehmen sämtlicher institutioneller Anleger		Anteil Portfoliounternehmen sämtlicher institutioneller Anleger an Unternehmen des Wirtschaftsbereichs (%)		Anteil Portfoliounternehmen aller institutioneller Anleger an börsennotierten Unternehmen des Wirtschaftsbereichs (%)	
	Deutschland	Europa	Deutschland	Europa	Deutschland	Europa	Deutschland	Europa	Deutschland	Europa
Land- und Forstwirtschaft	3	47	4,67	2,66	30	688	2,98	4,78	100,00	62,50
Bergbau und Gew. von Steinen und Erden	4	127	3,50	6,06	14	545	5,05	15,14	100,00	93,57
Herst. von Nahrungsmitteln und Tabak	2	99	1,00	5,09	88	2.021	2,75	8,99	57,91	69,23
Herstellung von Textilien	6	53	5,00	3,75	59	1.058	4,43	7,90	53,33	70,07
Herst. von Holz-, Papier-, Druckwaren u. a.	6	108	2,17	4,33	85	1.466	2,29	7,71	50,00	76,22
Herst. chemischer Erzeugnisse	11	87	5,09	5,44	75	946	7,56	14,86	81,82	83,33
Herst. pharmazeutischer Erzeugnisse	11	89	3,36	4,84	35	348	13,41	22,34	92,86	92,37
Herst. von Kunststoff-, Gummi-, Glas- u. a.	7	75	4,14	3,73	165	2.058	4,54	10,17	61,54	82,09
Metallerzeugung und -erzeugnisse	15	144	1,67	3,63	192	2.872	2,40	7,95	63,64	79,19
Herst. von Datenverarbeitungsgeräten u. a.	30	199	4,87	4,91	203	1.671	5,41	11,88	86,28	85,71
Herst. von Maschinen und Fahrzeugen	34	232	5,12	4,34	369	4.002	4,15	9,74	70,97	80,00
Energieversorgung und Umweltdienstleistungen	7	88	4,71	4,85	96	1.160	4,75	12,06	71,43	78,91
Handel	40	321	2,60	3,45	1.188	14.208	2,85	6,91	80,85	74,16
Gastgewerbe	3	63	1,00	3,48	80	2.484	3,18	9,41	0,00	82,47
Baugewerbe und Infrastruktur	11	326	4,82	3,58	399	8.940	1,52	6,29	52,63	71,55
Verlagswesen, Medien und Telekommunikation	25	230	4,36	4,08	148	1.631	9,84	15,83	76,67	86,17
Dienstleistungen Informations- und Kommunikationstechnik	25	217	2,48	2,44	231	2.164	6,73	14,06	68,97	77,55
Grundstücks- und Wohnungswesen	22	356	3,55	2,53	268	3.019	8,60	13,06	70,59	80,26
Sonstige Dienstleistungen	80	586	1,98	2,73	1.062	8.913	5,42	11,43	76,19	77,23

Anmerkungen: \* Vgl. institutionelle Anleger in Tabelle III.10 und Tabelle III.11. Berücksichtigt wurden direkte Beteiligungen und indirekte Beteiligungen über mehrheitlich kontrollierte Tochtergesellschaften an konsolidierten Unternehmen mit Sitz in Deutschland und EU-28 Staaten in EU-28 Staaten sowie Norwegen und der Schweiz (vgl. zur verwendeten Datenbasis Abschnitt 3 in diesem Kapitel); Zuordnung der Portfoliounternehmen zu Wirtschaftsbereichen nach Umsatzschwerpunkt

Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten von Bureau van Dijk