

Finanzierungsverträge und Konzernbildung

Habilitationsschrift
zur Erlangung des akademischen Grades eines Dr. rer. pol. habil.
der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
der Universität Würzburg

vorgelegt von

Hans Rau-Bredow
Dipl.-Math. Dipl.-Wirtsch.Math. Dr. oec. publ

Februar 1999

Inhaltsverzeichnis

1. Teil

Einleitung

1.1 Problemstellung: Transformation von Finanzierungsverträgen durch Konzernbildung	1
1.2 Rechtliche Grundlagen der Konzernbildung	3
1.3 Überblick zum Stand der Forschung	5
1.4 Gang der Untersuchung	7

2. Teil

Konzernorganisation und Effizienz von Holdingstrukturen

2.1 Konzernorganisation	9
2.2 Der Konzern als Finanzintermediär	13
2.2.1 Problemstellung	13
2.2.2 Effizienzvorteile interner Kapitalmärkte	15
2.2.3 Agency Costs der Refinanzierungsbeziehung	17

3. Teil **Teilungsregeln, Principal - Agent - Probleme und Konzernbildung**

3.1 Teilungsregeln

3.1.1 Teilungsregeln bei Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung	22
3.1.2 Transformation von Teilungsregeln durch Unternehmensverflechtungen	
3.1.2.1 Überblick	24
3.1.2.2 Verflechtungsmatrizen	27
3.1.2.3 Ausfallbedrohte Fremdkapitalforderungen und Unternehmensverflechtungen	31
3.1.3 Irrelevanz von Teilungsregeln bei vollkommenen Kapitalmarkt	40

3.2 Principal - Agent - Probleme der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern

3.2.1 Der Anreiz zur Reduzierung des Arbeitseinsatzes	42
3.2.1.1 Standardfall	42
3.2.1.2 Der Konzern als Multi Task Agency	44
3.2.1.3 Vermögensverlagerungen im Konzern	45
3.2.1.4 Effektive Beteiligungsquoten	47
3.2.1.5 Die optimale Beteiligungsstruktur im Konzern	50
3.2.1.6 Beschränkung des Kapitalmarktzuganges des Agenten	54
3.2.2 Signalling und Unterinvestitionsprobleme bei Alteigner/Neueigner-Konflikten	56
3.2.2.1 Signalwirkungen von Kapitalerhöhungen	56
3.2.2.2 Signalling beim Going Public von Konzerntöchtern: Das Modell von Nanda(1991)	59
3.2.2.3 Allgemeine Überlegungen zum Signalling durch Going Public von Konzernöchtern	62
3.2.2.4 Konsequenzen für das Unterinvestitionsproblem	66

3.3 Fremdkapitalfinanzierung und Konzernbildung	
3.3.1 Der Anreiz zur Risikoerhöhung durch Asset Substitution	68
3.3.1.1 Standardfall	68
3.3.1.2 Asset Substitution im Konzern	73
3.3.2 Eigner/Gläubiger - Konflikte bei fremdkapitalfinanzierten Ergänzungsinvestitionen	80
3.3.2.1 Standardfall	80
3.3.2.2 Kreditpyramiden	83
3.3.2.3 Konsequenzen für Eigner/Gläubiger-Konflikte und das Investitionsverhalten im Konzern	84
3.3.3 Haftungsregeln und Konzernbildung	87
3.3.3.1 Zur Effizienz der beschränkten Haftung bei Kapitalgesellschaften	87
3.3.3.2 Verteilungseffekte von Haftungsregelungen im Konzern	89
3.3.3.3 Konsequenzen für das Investitionsverhalten	91
3.3.3.4 Ergänzende Gesichtspunkte zur Effizienz von Haftungsregelungen im Konzern	96
3.3.4 Ausschüttungssperren und Konzernbildung	98
3.3.4.1 Die Funktion von Ausschüttungssperren	98
3.3.4.2 Ausschüttungen und Konzernbildung: Grundlegende formale Zusammenhänge	99
3.3.4.3 Konsequenzen handelsrechtlicher Bewertungsvorschriften für Ausschüttungen im Konzern	102

4. Teil

Mitsprache- und Kontrollrechte im Konzern

4.1 Einführung

4.1.1 Der ökonomische Wert von Mitspracherechten	105
4.1.2 Zur Optimalität von One Share - One Vote	108
4.1.3 Optimale Mehrheitsregeln	110

4.2 Abstimmungsmacht und Stimmrechtsverflechtungen

4.2.1 Theorie und Aussagekraft der Machtindizes	115
4.2.2 Machtverteilung und Stimmrechtsverflechtungen	119
4.2.3 Exkurs: Streubesitz, Machtverteilung und Stimmrechtsverflechtungen	125

4.3 Minderheitenschutz im Konzern

4.3.1 Rechtliche Gestaltung des Minderheitenschutzes	131
4.3.1.1 Minderheitenschutz im deutschen Konzernrecht	131
4.3.1.2 Minderheitenschutz durch obligatorische Übernahmeangebote	134
4.3.2 Ökonomische Analyse des Minderheitenschutzes	136
4.3.2.1 Das Spannungsfeld zwischen Minderheitenschutz und Markt für Unternehmenkontrolle	136
4.3.2.2 Effizienzkriterien des Minderheitenschutzes	140
4.3.2.3 Zur Bestimmung von Abfindungen	144
4.3.3. Effizienzanalyse obligatorischer Übernahmeangebote	147
4.3.3.1 Die Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote	147
4.3.3.2 Berücksichtigung von Transaktionskosten	155
4.3.3.3 Alternative Abwicklungsformen von Unternehmensübernahmen	157
4.3.3.4 Rückwirkungen auf Gründungs- und Emissionsentscheidungen	160
4.3.3.5 Ergebnis	163

4.4 Konzernunternehmensverfassung	
4.4.1 Organzuständigkeiten im Konzern	165
4.4.2 Gewinnverwendungskompetenzen im Konzern	168
4.4.3 Arbeitnehmermitbestimmung im Konzern	172
5. Teil	
Unternehmensbesteuerung und Konzernbildung	
5.1 Finanzierungsentscheidungen und Unternehmensbesteuerung	
5.1.1 Grundprobleme der Unternehmensbesteuerung	175
5.1.2 Konsequenzen der Konzernbildung für die Besteuerung	177
5.1.2.1 Nationale Konzerne	177
5.1.2.2 Internationale Konzerne	180
5.2 Investitionsentscheidungen und Konzernbesteuerung	
5.2. 1 Entscheidungsneutralität von Steuersystemen	184
5.2.1.1 Überblick	184
5.2.1.2 Intersektorale Neutralität von Steuersystemen	185
5.2.1.3 Intertemporale Neutralität von Steuersystemen	187
5.2.3 Investitionsentscheidungen und konzernweite Verlustverrechnung	189
5.2.3.1 Ursachen für steuerliche und ökonomische Verluste	189
5.2.3.2 Verteilungs- und Anreizeffekte sofortiger Verlustverrechnungsmöglichkeiten	191
6. Teil	
Zusammenfassung	196

Anhang A	201
Anhang B	208
Anhang C	209
Anhang D	210
Anhang E	211
Anhang F	213
Literatur	215

1. Teil

Einleitung

1.1 Problemstellung: Transformation von Finanzierungsverträgen durch Konzernbildung

Ein Konzern ist ein polykorporatives Gebilde, das durch den Zusammenschluß rechtlich selbständiger Einheiten entsteht. Auf einer zweiten Ebene erhält man somit ein Beziehungsgeflecht aus mehreren Unternehmen, die sich aus Sicht der Property Rights Theorie selber wiederum als Nexus von Verträgen konstituieren. In der Praxis sind Konzerne heute die eindeutig vorherrschende Organisationsform wirtschaftlicher Aktivitäten. Knapp $\frac{3}{4}$ aller Aktiengesellschaften in Deutschland sind konzernverbunden¹. Große und mittelgroße Unternehmen setzen sich aus einer Vielzahl von Tochter- und Enkelgesellschaften zusammen, wobei regelmäßig nationale Grenzen überschritten werden.

Dagegen sucht man das Stichwort „Konzern“ in den einschlägigen Lehrbüchern der Finanzierungstheorie vergebens. Dies gilt insbesondere auch für mikroökonomisch fundierte, an der modernen Vertragstheorie ausgerichtete Darstellungen. Ob aber die Ergebnisse einer am Leitbild einer rechtlich und wirtschaftlich selbständigen Unternehmung ausgerichteten Theorie ohne weiteres auch auf den Konzernfall übertragen werden können, erscheint deshalb fraglich, weil die Konzernbildung zu einer vielfältigen Transformation der Gestaltungsmerkmale der Finanzierungsverträge führt. Letztlich muß vor diesem Hintergrund die Praxisrelevanz weiter Teile des gängigen Kanons der Finanzierungstheorie neu hinterfragt werden.

Ein erstes Gestaltungsmerkmal der Finanzierungsverträge, das durch die Konzernbildung transformiert wird, ist die Teilungsregel. Zunächst sind im mehrstufigen Konzern die durchgerechneten bzw. effektiven Kapitalanteile der Anteilseigner an den verschiedenen Tochter- und Enkelgesellschaften nicht direkt ersichtlich, sondern müssen erst berechnet werden. Die herkömmliche Teilung in Fix- und Residualansprüche trifft im mehrstufigen Konzern nicht mehr zu, wenn an die nächsthöhere Stufe ausgeschüttete Residualgewinne dort jeweils erneut in Fixbetragsansprüche und verbleibendes Residuum aufgeteilt werden. Außerdem kann bei der Fremdkapitalfinanzierung das Phänomen der „strukturellen Nachrangigkeit“ relevant

¹ Vgl. Görling(1993) sowie die etwas ältere Stichprobe von Ordelt(1986)S.294f. Für eine Aufgliederung nach Beteiligungshöhen vgl. Binder(1994).

werden: Wird ein von der Muttergesellschaft aufgenommener Kredit im Rahmen einer Kapitalerhöhung als Einlage an eine Tochtergesellschaft weitergeleitet, dann wird die dadurch letztlich in Eigenkapital transformierte Forderung im Verhältnis zu den direkten Zahlungsansprüchen gegenüber der Tochter nur nachrangig bedient. Sogenannte Kreditpyramiden können entstehen, wenn das der Mutter zur Verfügung gestellte Eigenkapital als Einlage an die Tochter- und von dort an die Enkelgesellschaften weitergeleitet wird, da das Eigenkapital dann zur Deckung der auf den verschiedenen Ebenen aufgenommenen Kredite nur einmal vorhanden ist. Weitere Problemfelder sind die Haftpflichten der Mutter für Verbindlichkeiten der Tochter und die Umgehung von Ausschüttungssperren etwa durch die Ausschüttung von konzern-internen Zwischengewinnen.

Auch die sich aus den Finanzierungsverträgen ergebenden Mitsprache- und Kontrollrechte werden durch die Konzernbildung transformiert. So läßt sich mit Hilfe ausreichend tief gestaffelter Stimmrechtspyramiden eine Kontrollposition bei beliebig kleiner effektiver Kapitalbeteiligung sichern, indem auf jeder Stufe nur eine Minderheitsbeteiligung von knapp unter 50% bzw. 25% an außenstehende Anteilseigner abgegeben wird. Darüber hinaus werden durch die Existenz eines Mehrheitsaktionärs die Stimmrechte der übrigen Minderheitsaktionäre letztlich entwertet, da Abstimmungsergebnisse dann nicht mehr hinter einem „Schleier der Ungewißheit“ verborgen sind. Ein wichtiges Problem ist daher der Minderheitenschutz, wenn sich die Mehrheitsverhältnisse aufgrund einer Unternehmensübernahme verändern, wobei ein solcher Minderheitenschutz einerseits durch das Gesellschaftsrecht und insbesondere durch das Konzernrecht, andererseits durch eine geeignete Kapitalmarktregulierung und obligatorische Übernahmeangebote erfolgen kann. Schließlich ist die Konzernbildung auch mit einer grundlegenden Transformation der Unternehmensverfassung verbunden, da sie dazu führt, daß Mitspracherechte gegenüber den Tochtergesellschaften auf das Management der Mutter verlagert werden und der Kapitaleinsatz in den Tochtergesellschaften von den Anteilseignern nur noch mittelbar kontrolliert werden kann.

Die Besteuerung der Konzerns ist ein weiterer insbesondere für die Praxis bedeutsamer und deshalb nicht zu vernachlässigender Aspekt der Konzernfinanzierung. Zunächst erhöht die Gliederung der Konzernunternehmung in mehrere rechtlich selbständige Gesellschaften die

Anzahl der steuerpflichtigen Einheiten, wobei jedoch eine Doppelbesteuerung insbesondere durch das Anrechnungsverfahren und durch bestimmte Schachtelprivilegien weitgehend vermieden wird. Eine steuerliche Privilegierung der Konzernbildung ist dadurch gegeben, daß innerhalb einer Organschaft gemäß §§ 14ff. KStG Verluste einer Konzerngesellschaft direkt mit den Gewinnen anderer Gesellschaften verrechnet werden können. Zusätzliche Probleme wirft die Besteuerung internationaler Konzerne auf.

1.2 Rechtliche Grundlagen der Konzernbildung

Das Konzernphänomen wird wesentlich durch die rechtlichen Rahmenbedingungen geprägt. Diese ergeben sich vor allem aus den 1965 in das Aktiengesetz eingefügten konzernrechtlichen Bestimmungen, durch die Deutschland im Gegensatz zu anderen Ländern über ein kodifiziertes Konzernrecht verfügt². Außerdem bestehen zusätzliche Publizitätsanforderungen aufgrund der im HGB geregelten Pflicht zur Aufstellung einer Konzernbilanz. Da zu dieser Materie zahlreiche ausführliche Darstellungen existieren³, genügt es, sich im folgenden auf einen knappen Überblick zu beschränken.

Grundsätzlich unterscheidet das Aktiengesetz zwischen den in §§ 291-310 AktG geregelten Vertragskonzernen und sogenannten faktischen Konzernen nach §§ 311ff. AktG. Ein Vertragskonzern entsteht, wenn durch einen Beherrschungsvertrag ein Weisungsrecht gegenüber der abhängigen Gesellschaft legitimiert und/oder vertraglich eine Abführung der Gewinne vereinbart wird. Unternehmensverträge erfordern nach § 293 AktG die Zustimmung von 75% des in der Hauptversammlung vertretenen Kapitals. Außerdem muß gemäß § 305 AktG den außenstehenden Aktionären eine Abfindung angeboten werden. Diejenigen Minderheitsaktionäre, welche die Abfindung nicht annehmen, erhalten gemäß § 304 AktG während der Vertragslaufzeit jährliche Ausgleichszahlungen, für die entweder ein fester Betrag oder ein bestimmter Bruchteil der Dividende des herrschenden Unternehmens festgelegt wird. Schließlich kann, wenn sich 95% der Aktien in den Händen der zukünftigen Hauptgesellschaft befinden, eine Eingliederung nach §§ 319ff. AktG beschlossen werden; in diesem Fall müssen die Minderheiten zwangsweise ausscheiden und die Abfindung annehmen.

² Eine weitere deutsche Besonderheit, die ebenso wie das Konzernrecht insbesondere die europäische Rechtsangleichung erschwert, ist durch die Mitbestimmungsgesetzgebung gegeben.

³ Vgl. etwa Emmerich/Sonnenschein(1997), Raiser(1992)S.533ff. Zur Konzernbilanzierung vgl. Busse von Colbe/Ordeltshaus(1993), Schildbach(1996).

Da in einem Vertragskonzern gemäß § 308(1)S.2 AktG auch nachteilige Weisungen zulässig sind, wird die herrschende Gesellschaft durch § 302 AktG zur Übernahme der Verluste der abhängigen Gesellschaft verpflichtet. Dadurch soll zum einen zum Schutz der Minderheitsaktionäre sichergestellt werden, daß bei Vertragsbeendigung das bilanzielle⁴ Eigenkapital noch vorhanden ist, zum anderen ergibt sich hieraus eine Haftpflicht der Muttergesellschaft für Verbindlichkeiten der Tochter⁵. Für den Fall einer lediglich faktischen, nicht auf einen Vertrag beruhenden Abhängigkeit wird dagegen durch § 311(1) AktG bestimmt, daß keine nachteiligen Weisungen erteilt werden dürfen, es sei denn, daß die Nachteile ausgeglichen werden⁶. Problematisch ist diese Regelung jedoch dann, wenn sich in einem straffer geführten sogenannten qualifiziert faktischen Konzern nicht mehr einzelne nachteilige Weisungen isolieren lassen. Die Rechtsprechung hat diese Problematik insbesondere für den Fall des gesetzlich nicht geregelten GmbH-Konzerns behandelt. In der grundlegenden Autokran-Entscheidung wurde durch den BGH ein Durchgriff auch dann bejaht, wenn kein Unternehmensvertrag besteht⁷.

Die erwähnte Pflicht zur Aufstellung einer Konzernbilanz ergibt sich aus den §§ 290ff. HGB⁸. Dazu sind nach einer Bewertungsvereinheitlichung (Handelsbilanz II) für die aufsummierten Einzelbilanzen verschiedene, in den §§ 300ff. HGB geregelte Konsolidierungsmaßnahmen durchzuführen, um die durch die einfache Addition bedingten Doppelerfassungen zu eliminieren. Die wichtigste Konsolidierungsmaßnahme ist die Kapitalkonsolidierung (§ 301 HGB), bei der das Eigenkapital der Tochtergesellschaften mit dem in der Bilanz der jeweiligen Muttergesellschaft ausgewiesenen Buchwert der Beteiligung verrechnet wird. Unterschiedsbeträge werden zunächst zur Aufdeckung stiller Reserven bzw. Lasten verwendet und danach verbleibende Beträge als aktiver „Geschäfts- oder Firmenwert“ oder passiver „Unterschiedsbe-

⁴ Problematisch ist allerdings, ob damit auch die in der Bilanz nicht offen ausgewiesenen stillen Reserven geschützt werden, vgl. hierzu Abschnitt 4.3.2.3.

⁵ Zur ökonomischen Analyse unterschiedlicher Haftungsregelungen im Konzern vgl. Abschnitt 3.3.3. Bei der Eingliederung ist der Haftungsdurchgriff in § 322 AktG geregelt.

⁶ Die Einhaltung dieser Vorschrift soll durch einen gemäß § 312 AktG zu erstellenden Abhängigkeitsbericht gewährleistet werden, der allerdings nicht veröffentlicht wird.

⁷ Vgl. für einen Überblick zur Rechtsprechung Michalski/Zeidler(1996). Umstritten ist, ob für eine solche Durchgriffshaftung bereits das Vorliegen eines qualifiziert faktischen Konzerns ein hinreichender Auslösetatbestand ist (sogenannte Struktur- oder Zustandshaftung) oder ob ein Kausalzusammenhang mit der Ausübung der Konzernleitung vorliegen muß (Verhaltenshaftung). Die neuere Rechtsprechung tendiert eher zu einer Verhaltenshaftung.

⁸ Ob ein Konzern vorliegt, richtet sich dabei nach dem auf dem Control-Konzept beruhenden § 290 HGB, der mit der durch § 18 AktG gegebenen Konzerndefinition nicht völlig deckungsgleich ist.

trag aus der Konsolidierung“ ausgewiesen⁹. Hervorzuheben ist, daß die Konzernbilanz als zusätzlich zu erstellendes Rechenwerk lediglich eine Informationsfunktion erfüllt¹⁰. Die Konzernbilanz ist weder für Gewinnausschüttungen noch für Steuerzahlungen die relevante Bemessungsgrundlage, dafür sind allein die Einzelbilanzen maßgebend. Durch internationale Konzernabschlüsse ist darüber hinaus eine Befreiung von der Verpflichtung möglich, einen Konzernabschluß nach HGB zu erstellen¹¹.

1.3 Überblick zum Stand der Forschung

Nicht nur in der Finanzierungstheorie, sondern in den Wirtschaftswissenschaften allgemein wird der Konzern trotz seiner Bedeutung in der Praxis als Erkenntnisobjekt eher vernachlässigt. Insgesamt herrscht wegen befürchteter Wettbewerbsbeschränkungen auf den Gütermärkten häufig eine eher kritische Einstellung gegenüber Unternehmenszusammenschlüssen vor¹², während sich zugleich die in der Praxis angestrebten Synergievorteile sowohl aus theoretischer als auch aus empirischer Sicht kaum nachweisen lassen¹³. Eine theoretische Erklärung für Unternehmenszusammenschlüsse kann allerdings aus dem Markt-Hierarchie Paradigma abgeleitet werden, welches aufzeigt, daß unter bestimmten situativen Bedingungen Transaktionskosten durch hierarchische Koordination reduziert werden können. Danach kann eine vertikale Integration z.B. dann sinnvoll sein, wenn über externe Märkte abgewickelte Zulieferbeziehungen aufgrund von spezifischen Investitionen, deren Ertrag auch vom Verhalten des Vertragspartners abhängig ist, mit Ausbeutungsrisiken verbunden sind, und deshalb durch eine unternehmensinterne, hierarchische Abwicklungsform insbesondere Kontrollko-

⁹ Die damit beschriebene Vorgehensweise entspricht der Buchwertmethode nach § 301(1) S.1 HGB. Bei der Neubewertungsmethode (§ 301(1) S.2 HGB) werden dagegen zuerst die stillen Reserven bzw. Lasten aufgedeckt (Handelsbilanz III) und anschließend das entsprechend korrigierte Eigenkapital der Töchter mit den Beteiligungsbuchwerten verrechnet. Unterschiede zwischen Buchwert- und Neubewertungsmethode ergeben sich nur, wenn Minderheiten an den Töchtern beteiligt sind; bei der Buchwertmethode werden anders als bei der Neubewertungsmethode auf die Minderheiten entfallende stille Reserven bzw. Lasten nicht aufgedeckt.

¹⁰ Diese Informationsfunktion würde den rechtlichen Zwang zur Aufstellung von Konzernbilanzen durch die Unternehmen selbst allerdings nur dann rechtfertigen, wenn eine Konzernbilanz stattdessen nicht auch z.B. von externen Analysten allein durch eine Verdichtung der Einzelbilanzen, ohne daß dabei zusätzliche Informationen einfließen, aufgestellt werden könnte. Zugunsten der zwingenden Vorschriften des Handelsgesetzbuches könnte aber angeführt werden, daß damit - trotz zahlreicher Bewertungswahlrechte - eine gewisse Vereinheitlichung und Standardisierung der Informationsübermittlung verbunden ist.

¹¹ Vgl. zu den Befreiungstatbeständen § 292a HGB.

¹² Auch vor diesem Hintergrund stellen etwa von Hayek(1967)S.308ff. und Fehl/Oberender(1986)S.144 ein Verbot des Erwerbs von Kapitalgesellschaften durch andere Kapitalgesellschaften zur Diskussion. Differenzierter dagegen Kübler/Schmidt(1988).

¹³ Vgl. aus empirischer Sicht die Untersuchung von Bühner(1990). Auch aus theoretischer Sicht lassen sich Synergieeffekte nur unter restriktiven Bedingungen nachweisen, vgl. etwa Ziegler(1997).

sten reduziert werden können¹⁴. Der Transaktionskostenansatz wurde von Williamson(1975) gerade auch mit Blick auf eine möglicherweise zu weit gehende Antitrustregulierung entwickelt.

In der Betriebswirtschaftslehre existiert zum Konzern zunächst wegen der einschlägigen Rechnungslegungsvorschriften eine umfangreiche Literatur zur im vorangegangenen Abschnitt bereits erwähnten Konzernbilanzierung. Ansätze für eine darüber hinausgehende eigenständige betriebswirtschaftliche Konzerntheorie sind erst in den letzten Jahren zu erkennen, wobei jedoch finanzierungstheoretische Fragestellungen insgesamt eher untergewichtig behandelt werden¹⁵. Gesamtdarstellungen zum Konzern sind durch die Handbücher von Hoffmann(1993) und Theisen(1991) gegeben. Zahlreiche eher praxisbezogene Beiträge insbesondere zu den organisatorischen und rechtlichen Problemen der Konzernfinanzierung findet man in dem von Theisen(1998) herausgegebenen Sammelband sowie in dem jüngst erschienenen „Handbuch der Konzernfinanzierung“¹⁶.

Einen gewissen Schwerpunkt innerhalb der betriebswirtschaftlichen Konzernforschung bildet das Konzernmanagement und Beteiligungscontrolling¹⁷ sowie die in den letzten Jahren verstärkt anzutreffende Organisation des Konzerns als strategische Management-Holding¹⁸. In weiteren Arbeiten wurden die Konsequenzen einer Börseneinführung Tochtergesellschaften für die Konzernorganisation und –finanzierung untersucht¹⁹. Kennzeichnend für eine andere Literaturrichtung ist dagegen ein stärkerer Bezug zu den Rechtswissenschaften. Interessanterweise wurden die Finanzierungsprobleme des Konzerns zuerst von einem Rechtswissenschaftler, nämlich in dem häufig zitierten Beitrag von Schneider(1984) vertieft aufgegriffen. In mehreren neueren Arbeiten wird aus theoretischer und empirischer Sicht zum einen der Minderheitenschutz im Konzern analysiert²⁰, während Gegenstand anderer Arbeiten eine ökonomische Analyse unterschiedlicher Haftungsregelungen im Konzern – also die Frage

¹⁴ Zu einer hierauf aufbauenden Anwendung des Transaktionskostenansatzes auf make or buy Entscheidungen vgl. etwa Picot(1991).

¹⁵ Aus einer Sichtung der Literatur errechnet Hoffmann(1993)S.69 für Arbeiten aus dem Bereich Investition/Finanzierung einen Anteil von 4% innerhalb der deutschen Konzernforschung.

¹⁶ Vgl. Lutter/Scheffler/Schneider(1998).

¹⁷ Vgl. die Sammelrezension von v. Werder(1995).

¹⁸ Vgl. Bühner(1992) sowie auch unten Abschnitt 2.1.

¹⁹ Vgl. Hasselmann(1997), Hennigs(1995), Nick(1994).

²⁰ Hecker/Wenger(1995), Pellens(1994), Prantl(1994), Schenk(1997a), Wenger/Hecker(1995), Wenger/Hecker/Knoesel(1997).

eines Durchgriffsrechtes der Gläubiger der Tochter auf das Vermögen der Mutter – ist²¹. Allerdings wird dabei nur in der Arbeit von Debus(1990) explizit das Instrumentarium der formalen Agency Theorie angewendet. Neuerdings wurde dieser Modellrahmen von Schenk(1997b) erweitert, um allgemeiner die Interessenkonflikte zwischen den an den verschiedenen Konzernstufen beteiligten Eigen- und Fremdkapitalgebern zu untersuchen.

1.4 Gang der Untersuchung

Ziel dieser Untersuchung ist es, mit Hilfe der Institutionenökonomie eine theoretische Analyse der sich aus der Konzernbildung für die Gestaltungsmerkmale der Finanzierungsverträge gebenden Konsequenzen durchzuführen.

Im folgenden 2. Teil wird dazu zunächst auf die Konzernorganisation eingegangen und eine Organisationsform näher betrachtet, bei der die Konzernspitze als reine Holding gegeben ist und die operative Geschäftstätigkeit vollständig auf die Töchter verlagert wurde. Da sich eine solche Konzernholding als Finanzintermediär interpretieren läßt, wird untersucht, inwiefern sich aus der mikroökonomischen Theorie der Finanzintermediation Hinweise für die Effizienz derartiger Organisationsstrukturen ableiten lassen.

In den weiteren drei Hauptteilen der Arbeit werden dann jeweils ausführlich die Teilungsregeln und die sich aus ihnen ergebenden Anreizwirkungen (3. Teil), die Mitsprache- und Kontrollrechte (4. Teil) sowie die Konzernbesteuerung (5. Teil) betrachtet.

Im 3. Teil wird zunächst untersucht, nach welcher Teilungsregel die Zahlungsüberschüsse der verschiedenen Konzerngesellschaften auf die bei Verflechtungsbeziehungen teilweise indirekt beteiligten Kapitalgeber verteilt werden (Abschnitt 3.1). Anschließend werden die hieraus resultierenden Anreizeffekte jeweils mit bezug auf die Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung betrachtet. Im Hinblick auf die Eigenkapitalfinanzierung (Abschnitt 3.2) wird das bekannte LEN-Modell der Agency-Theorie von Spremann(1987) auf den Konzernfall erweitert sowie die Signalwirkungen bei der Börseneinführung von Tochtergesellschaften analysiert. Auf den Konzernfall zu übertragende Agency-Probleme der Fremdkapitalfinanzierung (Abschnitt 3.3) können jeweils die Aktiv-Seite (Risikoerhöhung durch Asset Substitution) und die Passiv-Seite (nachträgliche Ausweitung der Verschuldung, Kreditpyramiden) der Bilanz betreffen. In

²¹ Vgl. Debus(1990), Geiger(1993), Lehmann(1986) und Noll(1992).

einem weiteren Abschnitt wird die Effizienz unterschiedlicher Haftungsregelungen im Konzern behandelt. Auch die Auswirkung der Konzernbildung auf die Funktion von Ausschüttungssperren – also ein aus einer möglichen Bilanzverkürzung resultierendes Agency-Problem - werden untersucht.

Die im 4. Teil untersuchten Mitspracherechte werden im wesentlichen durch Abstimmungen ausgeübt, so daß im einführenden Abschnitt insbesondere auf die Gestaltung optimaler Mehrheitsregeln eingegangen wird (Abschnitt 4.1). Da bei Abstimmungen das tatsächliche Einflußpotential regelmäßig vom jeweiligen Stimmenanteil abweicht, wird gezeigt, wie sich Stimmenanteile in Machtanteile umrechnen lassen und dieser Ansatz auf Verflechtungsbeziehungen erweitert (Abschnitt 4.2). Anschließend erfolgt eine ausführliche Analyse des Minderheitenschutzes im Konzern (Abschnitt 4.3), wobei vor allem die Effizienzwirkungen einer Kapitalmarktregulierung durch obligatorische Übernahmeangebote untersucht werden. Dieser Teil der Arbeit endet mit einem Überblick über die Konsequenzen der mit der Konzernbildung verbundenen Transformation der Unternehmensverfassung (Abschnitt 4.4).

Gegenstand des 5. Teiles ist die Konzernbesteuerung. Nach einem kurzen Überblick über die für die Besteuerung des nationalen und internationalen Konzerns einschlägigen Vorschriften wird insbesondere auf die bei Vorliegen einer Organschaft mögliche konzernweite Verlustverrechnung eingegangen. Herausgearbeitet wird, daß Verluste in der Steuerbilanz unter anderem dann entstehen können, wenn nicht der volle Ertragswert der zukünftigen Rückflüsse aktiviert wird. Es ergibt sich ein Zins und Liquiditätsvorteil, wenn diese gewissermaßen künstlichen Verluste gesellschaftsübergreifend sofort mit den Gewinnen anderer Konzerngesellschaften verrechnet werden können.

Eine Zusammenfassung der wesentlichen Untersuchungsergebnisse erfolgt im 6. Teil.

2. Teil

Konzernorganisation und Effizienz von Holdingstrukturen

Im folgenden soll zunächst ein Überblick über wichtige Aspekte der Konzernorganisation gegeben werden. Anschließend wird mit Hilfe der mikroökonomischen Theorie der Finanzintermediation, die insbesondere auf eine Arbeit von Diamond(1984) zurückgeht, die Effizienz von Holdingstrukturen diskutiert. Dazu wird zunächst auf die Theorie interner Kapitalmärkte zurückgegriffen und anschließend in einem weiteren Abschnitt die Refinanzierungsbeziehung mit in die Analyse einbezogen.

2.1 Konzernorganisation

In der Organisationstheorie werden insbesondere zwei unterschiedliche Gliederungsprinzipien herausgestellt. Eine Unternehmung kann zum einem nach bestimmten Funktionen bzw. Verrichtungen gegliedert werden; einzelne Tätigkeitsbereiche wie z.B. Einkauf, Produktion, Absatz, Finanzen usw. werden dann jeweils sogenannten Zentralbereichen zugeordnet. Eine solche funktional gegliederte Organisationsform zielt insbesondere darauf ab, durch Spezialisierung auf bestimmte Tätigkeiten die Vorteile der Arbeitsteilung optimal auszunutzen²². Ein hoher Spezialisierungsgrad erschwert jedoch wegen des größeren Koordinationsbedarfes die flexible Anpassung an externe Umweltveränderungen und kann zugleich, da die zunehmende Komplexität die Kontrolle der Organisationsmitglieder erschwert, opportunistische Verhaltensweisen begünstigen. Eine Alternative besteht in der objektorientierten Gliederung der Unternehmung, bei der die Verantwortung für bestimmte Produkte oder Märkte weitgehend unabhängig voneinander operierenden Geschäftsbereichen zugeordnet wird. Mischformen sind als sogenannte Matrix- oder Tensororganisation ebenfalls gelegentlich anzutreffen.

Die Frage, ob das Unternehmen nach Funktionen oder nach Geschäftsbereichen zu gliedern ist, hat zunächst nichts unmittelbar damit zu tun, ob ein in rechtlich selbständige Teilgesellschaften gegliederter Konzern vorliegt oder ob das Unternehmen eine rechtliche Einheit bildet. So kann, wenn ein Konzern vorliegt, den Tochtergesellschaften sowohl die Ausübung bestimmter Funktionen als auch die Verantwortung für einzelne Geschäftsbereiche übertragen werden. Durch die Gliederung des Konzerns in einzelne rechtlich selbständige Einheiten wird jedoch bereits eine gewisse Grobstruktur der Organisation vorgeben. So sind insbesondere in

²² Vgl. Taylor(1911).

allen Teilgesellschaften die durch das Gesellschaftsrecht zwingend vorgeschriebenen Organe (Geschäftsführung bzw. Vorstand, Aufsichtsrat) in der erforderlichen Mindestgröße mit bestimmten Personen zu besetzen.

Bei einer speziell auf Konzerne ausgerichteten Terminologie wird zwischen einem Stammhauskonzern und bestimmten Holdingkonstruktionen unterschieden²³. Ein klassischer Stammhauskonzern ist dadurch gekennzeichnet, daß die Zentrale selbst Umsätze an den Märkten tätigt und wichtige Funktionen wie z.B. Produktion, Einkauf oder Forschung und Entwicklung usw. zentral übernimmt. Die Funktion der Zentrale als Stammhaus kommt also in ihrem wirtschaftlichen, finanziellen und organisatorischen Übergewicht zum Ausdruck. Das Stammhaus ist auch an anderen Unternehmen beteiligt, diese sind jedoch in der Regel deutlich kleiner als die Zentrale. Grundsätzlich kann ein solcher Stammhauskonzern sowohl funktional als auch nach Geschäftsbereichen gegliedert sein.

Wird eine Geschäftsbereichsorganisation gewählt, dann kann sich aus deren konsequenter Weiterentwicklung schließlich eine dezentrale Holdingstruktur entwickeln. Es werden dann mehrere weitgehend unabhängig voneinander operierende Geschäftsbereiche unter einem Holdingdach zusammengefaßt, wobei sowohl die Holdingspitze als auch die einzelnen Geschäftsbereiche als rechtlich selbständige Einheiten gegeben sind. Dabei agieren nur die verschiedenen Tochtergesellschaften auf den jeweiligen Gütermärkten, während die Holdinggesellschaft selbst keine externen Umsätze erzielt. Eine solche Unternehmensstruktur wird üblicherweise als strategische Management-Holding bezeichnet und war das Ziel zahlreicher Reorganisationsmaßnahmen Ende der achtziger und zu Beginn der neunziger Jahre²⁴.

Die von allen operativen Aufgaben entlastete Unternehmensleitung wird also in einer solchen strategischen Management-Holding in einer eigenen rechtlich selbständigen Gesellschaft zusammengefaßt. In der Praxis beschäftigt die „schlanke“ Holdingspitze nur wenige Prozent der gesamten Konzernbelegschaft²⁵. Ihre vordringliche Aufgabe ist es, die strategische Ausrichtung des Konzerns zu steuern. Es soll also eine Trennung oder „Dekomposition“ von operativem Tagesgeschäft, das an die Töchter delegiert wird, und bei der Konzernleitung verbleibenden strategischen Aufgaben verwirklicht werden, wobei die intendierte strategische Aus-

²³ Vgl. Hoffmann(1993)S.12ff., Theisen(1991)S.50ff.

²⁴ Vgl. Bühner(1992).

²⁵ Vgl. Bühner(1996).

richtung des Konzerns regelmäßig aus einer mehr oder weniger konkreten „Vision“²⁶ abgeleitet wird. Als weitere Aufgaben der Zentrale sind schließlich noch gewisse unterstützende, gegenüber den Tochtergesellschaften zu erbringende Serviceleistungen wie Rechtsberatung, Marktforschung und Öffentlichkeitsarbeit sowie die Durchsetzung einheitlicher Standards in der EDV zu nennen.

Im Unterschied etwa zu einer reinen Finanzholding nimmt eine strategische Management-Holding über die Inanspruchnahme von Mitspracherechten aktiv Einfluß auf die Geschäftspolitik der Tochtergesellschaften. Problematisch ist hierbei natürlich, inwiefern sich überhaupt rein strategische Aufgaben isolieren lassen, die erfüllt werden können, ohne im operativen Geschäft verhaftet zu sein. In der Praxis zeigt sich die Interdependenz von Strategie und Operation schon daran zeigt, daß die Strategieentwicklung in den meisten Fällen nicht „top down“, sondern unter Beteiligung des Managements der Tochtergesellschaften im Sinne des Gegenstromverfahrens erfolgt²⁷. Eine weitere Anmerkung ergibt sich daraus, daß zumindest im Idealfall Transaktionen zwischen den Töchtern zu den gleichen Konditionen abgewickelt werden, wie sie bei externen Marktbeziehungen gelten würden. Es ist daher nicht ersichtlich, wie innerhalb des Konzerns Synergien erzielt werden können, auf die bei einer völligen Selbständigkeit der Tochtergesellschaften und ohne übergeordnetes Holdingdach verzichtet werden müßte. Im folgenden wird die Vorteilhaftigkeit einer solchen Organisationsstruktur daher noch genauer zu untersuchen sein.

Eine weitere hier noch zu erwähnende Konsequenz von Holdingstrukturen besteht darin, daß durch derartige Strukturen der Erwerb und die Eingliederung fremder Unternehmen ermöglicht wird²⁸. Übernahmeaktivitäten, von denen die Theorie des Marktes für Unternehmenskontrolle²⁹ eine Disziplinierung des Managements erhofft, gehen daher in der Praxis regelmäßig von Holdingunternehmen aus. Problematisch dabei erscheint jedoch, daß nur das Management der Zielgesellschaft, nicht aber das des übernehmenden Holdingunternehmens diszipliniert wird, so daß das Kontrollproblem letztlich nicht gelöst, sondern gewissermaßen nur

²⁶ Die ökonomische Funktion einer solchen „Vision“ kann vielleicht wie folgt erklärt werden: Bei jeder Reorganisationsmaßnahme im Unternehmen gibt es Gewinner und Verlierer. Ist die Reorganisationsmaßnahme effizient, dann ergeben sich aus der ex ante Perspektive für die Organisationsmitglieder *im Durchschnitt* positive Auswirkungen. Eine eher unpräzise Vision kann die Akzeptanz von Reorganisationsmaßnahmen erhöhen, wenn dadurch vermieden wird, die späteren Gewinner und Verlierer konkret zu benennen.

²⁷ Eine bei Hoffmann(1993)S.250f. wiedergegebene empirische Untersuchung ergab, daß bei der Strategieentwicklung in 67% der Fälle das Gegenstromverfahren verwendet wird.

²⁸ Darauf weist z.B. Williamson(1975)S.158ff. hin.

²⁹ Vgl. zu dieser Theorie Wenger(1994).

auf eine höhere Ebene verlagert wird³⁰. Ein Sonderfall ist aber beispielsweise durch eine auf Übernahmeaktivitäten spezialisierte LBO-Gesellschaft gegeben, weil wegen der hohen Verschuldung dann von den Zahlungsverpflichtungen des Fremdkapitals ein disziplinierender Effekt ausgeht.

Umgekehrt wird durch Holdingstrukturen auch der Verkauf von Tochtergesellschaften erleichtert. Dabei erfolgt entweder eine vollständige Trennung durch den Verkauf aller Anteile an der Tochtergesellschaft, oder es wird nur eine Minderheitsbeteiligung abgegeben. Da im letzteren Fall die Tochter weiterhin dem Konzern zuzuordnen ist, ist dadurch eine alternative, konzernspezifische Form der Eigenkapitalfinanzierung gegeben. Außerdem führt ein solches Going Public einer Konzerntochter dazu, daß mit den jeweiligen Börsenkursen die Opportunitätskosten der Anleger offenbarende Preissignale zur Verfügung stehen, aus denen die ausschließlich auf die Tochter bezogene, entsprechend dem projektspezifischen Risiko adjustierten Kapitalkosten ersichtlich werden. Dies erleichtert eine Konzernsteuerung, die mit dem Marktwert der Tochtergesellschaften zugleich auch den Marktwert des Gesamtkonzerns maximiert. Der Börsenkurs könnte außerdem die Grundlage für eine erfolgsabhängige Entlohnung des Bereichsmanagements bilden³¹. Ohne derartige sich direkt auf die Tochtergesellschaften beziehende Preissignale müßten die projektspezifischen Risikozuschläge mehr oder weniger grob geschätzt werden, etwa mit Hilfe der Beta-Werte solcher börsennotierter Unternehmen, die in ähnlichen Geschäftsfeldern tätig sind wie die jeweilige Tochtergesellschaft³².

Die Börseneinführung von Konzerntöchtern hat noch einige weitere Konsequenzen, die an dieser Stelle nur kurz angedeutet werden sollen³³: So sind die sich aus der Börsennotierung ergebenden erweiterten Publizitätspflichten zu nennen. Soweit die Minderheitseigner über eine Sperrminorität verfügen, ist zu beachten, daß dann zukünftig ihre Zustimmung etwa bei Kapitalerhöhungen der Tochtergesellschaft erforderlich ist. Da die an den Töchtern beteiligten Minderheiten jeweils gemäß ihrem Kapitalanteil an allen Gewinnausschüttungen beteiligt werden, können die Gewinne von profitabel arbeitenden Töchtern nicht mehr so leicht dazu

³⁰ In Abschnitt 2.2.3 wird das hier nur angedeutete zweistufige Kontrollproblem genauer betrachtet.

³¹ Aber auch wenn man eine solche erfolgsabhängige Entlohnung ablehnt, weil dem Bereichsmanagement sonst zuviel Risiko zugeordnet werden würde, ist damit zumindest eine geeignete Grundlage gegeben, um die Leistung des Managements zu beurteilen.

³² Zur Schätzung branchenbezogener Beta-Werte vgl. Freygang(1993)S.253ff. Aus einer empirische Untersuchung von Pellens geht hervor, daß Konzerne bei der Steuerung von Tochtergesellschaften nur in 42,9% der Fälle risikoadjustierte Zinsfüße verwenden, vgl. Pellens(1997)S.1938.

³³ Vgl. ausführlich zu den Kosequenzen einer Börseneinführung von Konzerntöchtern Hasselmann(1997), Hennigs(1995), Nick(1994).

verwendet werden, um andere mit Verlust arbeitende Gesellschaften zu subventionieren³⁴. Dies kann zu einer effizienteren konzerninternen Kapitalallokation beitragen. Schließlich resultiert aus der Börseneinführung einer Tochtergesellschaft auch eine dauerhafte Bindung an eine dann nicht mehr so leicht rückgängig zu machende Organisationsstruktur, da die Zustimmung der Minderheiten auch dann erforderlich ist, wenn zu einem späteren Zeitpunkt die Tochter wieder vollständig in den Konzern eingegliedert werden soll³⁵.

Abschließend ist noch eine neuere Entwicklungstendenz der Unternehmensorganisation anzuführen, nämlich das Auftreten von Netzwerkbeziehungen³⁶. Hierbei erfüllt das eigentliche Unternehmen nur noch eine Koordinationsaufgabe, während Kernfunktionen wie Entwicklung, Herstellung, Vertrieb und unter Umständen auch die Bestell- und Zahlungsabwicklung auf jeweils selbständige Betriebe ausgelagert werden. Bekannte Beispiele für solche „virtuelle“ Unternehmen sind etwa die Produktion von Modebekleidung oder auch Turnschuhen. Da die Koordination der Einzelaktivitäten durch die Möglichkeiten der elektronischen Datenübertragung erleichtert wird, können die einzelnen Betriebe an weit entfernten Standorten ansässig sein, so daß sich z.B. Lohnkostendifferentiale ausnutzen lassen. Hier zeigt sich, daß ein fließender Übergang von einer unternehmensinternen, hierarchischen Steuerung zur externen Koordination über Märkte besteht³⁷.

2.2 Der Konzern als Finanzintermediär

2.2.1 Problemstellung

Da eine Management-Holding, wie im vorherigen Abschnitt dargestellt wurde, alle operativen Aufgaben an die Tochtergesellschaften delegiert, ist nicht direkt offensichtlich, wodurch eine solche Holding überhaupt einen positiven Wertbeitrag zum Gesamtkonzern leistet und ob nicht etwa eine Konzernerschlagung und eine direkte Kapitalmarktnotierung der Töchter zu Effizienzgewinnen führen würde. Zunächst ist klar, daß die Funktion der Holding nicht völlig auf die eines reinen Dienstleistungsunternehmens für die Bereitstellung von Serviceleistungen reduziert werden kann. Grundsätzlich kann für derartige Serviceleistungen auch ein

³⁴ Vorausgesetzt wird dabei, daß die Konzernmutter nicht indirekt, etwa über eine Manipulation von Verrechnungspreisen, auf das Vermögen der jeweiligen Konzerntochter zugreifen kann.

³⁵ Bei einer späteren Eingliederung nach §§ 319ff. AktG muß den Minderheiten außerdem eine angemessene Abfindung angeboten werden.

³⁶ Vgl. Picot/Reichwald/Wigand(1996).

³⁷ Entsprechend wird es aus rechtlicher Sicht häufig unklar sein, ob bei einem Netzwerkunternehmen überhaupt ein zentral geleiteter Konzern vorliegt.

Outsourcing betrieben werden; selbst das Know how für die strategische Unternehmensführung können die Konzerntöchter statt von der Holding prinzipiell auch von externen Unternehmensberatungen beziehen. Eine naheliegende andere Sichtweise besteht darin, die Management-Holding als Finanzintermediär aufzufassen³⁸: Die Holdinggesellschaft hat Aktien an den externen Kapitalmärkten ausgegeben, um selber wiederum Anteile an anderen Gesellschaften zu halten. Engels(1995) hat in diesem Zusammenhang, weil in dieser Hinsicht Konzerne mit der Kreditintermediation durch Banken konkurrieren, von einem doppelten Finanzsystem gesprochen.

Traditionell wird angenommen, daß die Vorteile der Finanzintermediation in der Risiko-, Losgrößen- und Fristentransformation liegen. Fraglich ist, ob sich dieser traditionelle Ansatz statt auf die Kreditintermediation durch Banken auch auf die hier vorliegende Intermediation durch Holdinggesellschaften anwenden läßt. Da es sich bei Aktien um ein sehr klein gestückeltes sowie hochliquides Finanzierungsinstrument handelt, sind bei einer Zwischenschaltung von Holdinggesellschaften zunächst keine Vorteile unter dem Gesichtspunkt der Losgrößen- und Fristentransformation erkennbar. Was die Risikotransformation angeht, so könnten die Investoren das von der Holding gehaltene Portfolio, wenn die Tochtergesellschaften stattdessen direkt an den Kapitalmärkten notieren würden, strukturgleich in ihren individuellen Depots nachbilden und so eine identische Risikodiversifikation herbeiführen. Es ist nicht klar, warum die Risikodiversifikation an ein Holdingunternehmen delegiert werden soll, zumal dadurch auch Handlungsmöglichkeiten eingeschränkt werden, wenn bestimmte in einen Konzern einbezogene Gesellschaften vom Kurszettel verschwinden und sich somit gewisse Portfoliokombinationen nicht mehr zusammenstellen lassen³⁹.

Eine Management-Holding kann nur solche Zahlungen an ihre Anteilseigner weiterleiten, die sie selber von den Tochtergesellschaften entweder in Form von Gewinnausschüttungen oder aufgrund von Umlagen, die für bestimmte Serviceleistungen berechnet werden, erhalten hat. Abzuziehen sind dabei die bei der Holding anfallenden Kosten, von denen einen Großteil

³⁸ Vgl. Löffler(1991), Engels(1993), (1995).

³⁹ Diese Einschränkung der individuellen Diversifikationsmöglichkeiten ist allerdings dann nicht problematisch, wenn die Voraussetzungen der Tobin-Separation erfüllt sind und deshalb bei optimaler Risikoallokation alle Anleger einheitlich einen Bruchteil des Marktportfolios halten.

vermutlich die Managementgehälter ausmachen werden. Falls sich keine plausiblen Gründe dafür angeben lassen, warum zwischen den eigentlich operativ tätigen Tochtergesellschaften und den Kapitalmarktanlegern ein Holdingunternehmen zwischengeschaltet wird, müßte eine Konzernzerschlagung mit anschließender direkter Kapitalmarktnotierung der Tochtergesellschaften zu einer Marktwertsteigerung führen: Die Summe der Marktwerte der einzelnen, nunmehr selbständigen Tochtergesellschaften wäre nach einer solchen Konzernzerschlagung in Höhe der dadurch eingesparten Holdingkosten größer als der Marktwert des früheren Gesamtkonzerns.

Allerdings wird eine Konzernzerschlagung bzw. ein vollständiger Spin-off aller Tochtergesellschaften kaum im unmittelbaren Interesse des dadurch überflüssig werdenden Holding-Managements liegen. Damit die Anteilseigner dennoch eine Konzernzerschlagung herbeiführen können, schlägt Löffler(1991) vor, die Anteile an der Holdinggesellschaft mit einem Umtauschrecht in eine entsprechende Anzahl von Aktien der jeweiligen Tochtergesellschaften auszustatten. Die Ausübung dieses Umtauschrechtes durch ausreichend viele Anteilseigner würde dann automatisch die Zerschlagung des Konzerns bedeuten. Unabhängig von diesem Vorschlag kann in der Praxis die Abschaffung von Holdingstrukturen aber auch dazu führen, daß statt dem Holding-Management eine niedrigere Leitungsebene, nämlich das Management der Tochtergesellschaften, eingespart wird. Tatsächlich war dies das wesentliche Ergebnis der Anfang 1997 erfolgten Verschmelzung der Daimler-Benz AG mit der Automobiltochter Mercedes-Benz, durch die die 1989 erfolgte Einführung einer Management-Holding wieder rückgängig gemacht wurde.

2.2.2 Effizienzvorteile interner Kapitalmärkte

In einer Management-Holding bleibt ungeachtet aller sonstigen Dezentralisierungsbemühungen die Finanzierungsfunktion weiterhin bei der Zentrale angesiedelt⁴⁰. Die Holding stellt den Tochtergesellschaften nicht nur Eigenkapital, sondern über konzerninterne Darlehen zumindest auch einen Teil des Fremdkapitals zur Verfügung. Die Töchter sind also bezüglich der Mittelbeschaffung auf die Holding angewiesen. Diese weitgehend exklusive Finanzierungsbeziehung ist von grundlegender Bedeutung für die Herrschaftsordnung des Konzerns, da mit dem an die Töchter weitergeleiteten Eigenkapital auch Mitspracherechte verbunden sind und die Holding somit insbesondere über die personelle Besetzung der nachgeordneten Führungs-

⁴⁰ Vgl. Engels(1993)S.22.

positionen entscheidet. Als Ausfluß der Finanzierungsfunktion ist ihr also auch die Personalhoheit zugeordnet. Insgesamt wird innerhalb des Konzerns eine marktliche Koordination durch die hierarchische Steuerung der Kapitalallokation ersetzt. Für eine solche Substitution von externen Kapitalmarktbeziehungen durch konzerninterne Beteiligungsverhältnisse hat Williamson das Schlagwort „interner Kapitalmarkt“ geprägt⁴¹.

Für die Vorteilhaftigkeit eines internen Kapitalmarktes werden mehrere Gründe angeführt. Die zentrale Steuerung der Finanzströme in einem internen Kapitalmarkt ermöglicht es der Holding, ein Konzern-Clearing und Devisen-Netting durchzuführen und dadurch Transaktions- und Vorsichtskasse zu reduzieren. Ein weiterer Vorteil interner Kapitalmärkte kann darin bestehen, daß eine auf Kontrollaktivitäten spezialisierte Holding die Kosten der Kontrolle durch Skaleneffekte reduzieren kann. Außerdem wird eine möglicherweise unzureichende kapitalmarktbezogene Publizität konzernintern durch das Controlling der Beteiligungsgesellschaften erweitert bzw. ersetzt, wobei bei der konzerninternen Informationsübermittlung zugleich auch eine Geheimhaltung gegenüber Konkurrenten zumindest leichter möglich ist⁴². Schließlich wird auch das bekannte Free Rider Problem vermieden, daß bei einer direkten Kapitalmarktnotierung der Töchter zu einem ineffizient niedrigen Kontrollniveau führen würde: Bei Streubesitz sind hohe Kontrollaufwendungen für den einzelnen Anleger nicht rational, da die Kontrollaufwendungen individuell, die daraus resultierenden Erträge dagegen kollektiv zugerechnet werden. Das Problem entfällt, wenn die Holding der einzige Aktionär oder zumindest Mehrheitsaktionär der Tochtergesellschaften ist.

Einwände gegen die angeführten Vorteile interner Kapitalmärkte sind allerdings möglich. Skaleneffekte bei der Kontrolle setzen voraus, daß die Töchter in ähnlichen Geschäftsfeldern tätig sind, weil dann eine Spezialisierung der Holding auf die Beobachtung bestimmter Märkte erfolgen kann. Dies steht aber offensichtlich in einem gewissen Spannungsverhältnis zu dem Ziel, innerhalb des Konzerns durch unterschiedliche Tätigkeitsbereiche der Töchter Risiken möglichst breit zu streuen. Ob sich aus dem zentralen Konzern-Clearing ein größerer Vorteil erzielen läßt, hängt davon ab, wie stark in einem entsprechend unvollkommenen Kapitalmarkt Soll- und Habenzinssätze voneinander abweichen. Ein wichtiger Einwand besteht schließlich darin, daß individuelle Interessen des Bereichsmanagements einen wesentlichen

⁴¹ Vgl. dazu Williamson(1975), Chapter 8. Der Ausdruck erscheint insofern mißverständlich, als intern eben gerade keine marktliche, sondern eine hierarchische Steuerung erfolgt.

⁴² Zu beachten ist aber, daß dann, wenn es sich nicht um 100%-ige Tochtergesellschaften handelt, den an den Konzerntöchtern beteiligten außenstehenden Minderheiten die gleichen Auskünfte erteilt werden müssen wie der Konzernmutter, vgl. § 131(4) AktG.

Einfluß darauf ausüben, welche Informationen an die Konzernspitze weitergeleitet bzw. unterdrückt werden. Für die Bereichsmanager besteht nicht immer ein Anreiz zur wahrheitsgemäßen Berichterstattung, diese werden negative Entwicklungen vielmehr eher unterdrücken, wenn z.B. entsprechende Desinvestitionsentscheidungen des zentralen Managements befürchtet werden, die einen Statusverlust oder gar den Verlust des Arbeitsplatzes zur Folge haben. Eine solche Verschleierung schlechter Geschäftsergebnisse ist in einer Holdingorganisation mit rechtlich selbständigen Tochtergesellschaften vermutlich sogar leichter möglich als in einem integrierten Einheitsunternehmen.

Selbst wenn man aber eine reibungslose Informationsübermittlung unterstellt, ist fraglich, ob das zentrale Management überhaupt dazu motiviert ist, unangenehme Maßnahmen wie beispielsweise einen größeren Stellenabbau oder gar die vollständige Liquidation einer Tochtergesellschaft durchzusetzen. Möglicherweise besteht, wenn von außen kein hinreichender Druck auf die Konzernspitze ausgeübt wird, stattdessen eher eine Tendenz zum kollusiven Verhalten. Durch Quersubventionen zwischen den verschiedenen Konzerngesellschaften können dann notwendige Schritte zumindest hinausgezögert werden. Bereits die Verweigerung weiterer finanzieller Mittel ist konzernintern immer mit einem Begründungszwang verbunden, während bei einer völliger Selbständigkeit von den Töchtern die Finanzierungsbedingungen der externen Kapitalmärkte, die das Ergebnis anonymer Anlegerentscheidungen sind, als gegeben hingenommen werden müssen. Ein vollständiger Ansatz muß daher nicht nur die Kontrolle des Bereichsmanagements, sondern auch die des zentralen Holding-Managements in den Blick nehmen.

2.2.3 Agency Costs der Refinanzierungsbeziehung

Wird eine externe Kapitalmarktbeziehung durch ein konzerninternes Beteiligungsverhältnis substituiert, dann sind mögliche Vorteile interner Kapitalmärkte nur eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für die Effizienz von Holdingstrukturen. Da im Verhältnis zwischen Holding und externen Kapitalmarktanlegern zwangsläufig eine weitere Finanzierungsbeziehung entsteht, erhöht sich nämlich insgesamt die Anzahl der mit Agency Costs belasteten Finanzierungsbeziehungen. Finanzintermediation lohnt sich nur dann, wenn sich trotzdem die Summe aller insgesamt anfallenden Agency Costs reduzieren läßt.

Diamond(1984) hat ein geschlossenes mikroökonomisches Modell entwickelt, in dem formal nachgewiesen wird, daß sich aus der Zwischenschaltung eines Finanzintermediärs ein Nettovorteil ergeben kann. Explizit in die Analyse mit einbezogen werden von Diamond die Agency Costs der Refinanzierungsbeziehung, die möglichen internen Kontrollkostenvorteilen gegenübergestellt werden: „Any theory which tries to explain the role of intermediaries by an information cost advantage must net out the costs of providing incentives to the intermediary from any costs savings in producing information“⁴³. Das Diamond-Modell bildet heute die Grundlage für eine mikroökonomisch fundierte Theorie der Finanzintermediation durch Banken. Zu prüfen ist, ob sich hieraus auch Hinweise dafür ergeben, ob eine Management-Holding ein effizienter Intermediär sein kann.

Das Diamond-Modell geht zunächst von gewissen abstrakten Voraussetzungen aus. Unterstellt wird eine Modellwelt, in der das Projektergebnis nur vom Unternehmer, nicht aber von den externen Kapitalgebern beobachtet werden kann. Gewisse sonst zur Anwendung kommende Strafen verhindern jedoch, daß der Unternehmer nicht einfach jegliche Rückzahlung an die Kapitalgeber mit dem Hinweis auf angeblich ausbleibende Projekterträge verweigert. Unterstellt werden dabei nichtmonetäre Strafen wie etwa der Verlust von Reputation, deren Anwendung nur zu Nutzeneinbußen des Unternehmers führt, ohne daß den Kapitalgebern daraus Vorteile erwachsen. Agency Costs entstehen deshalb, weil aufgrund von Informationsasymmetrie eine Bestrafung auch dann erfolgt, wenn das Projektergebnis tatsächlich zu niedrig ausfällt⁴⁴. Derartige ungerechtfertigten Strafen ließen sich nur dann vermeiden, wenn die Kapitalgeber unter Aufwendung entsprechender Prüfkosten das wirkliche Ergebnis ermitteln. Da es sich beim Ergebnis derartiger Prüfhandlungen jedoch um private Informationen handelt, kann es zu Mehrfachaufwendungen kommen, wenn die Finanzierung durch mehrere Kapitalgeber erfolgt, die jeweils einzeln eine Kontrolle durchführen.

Ein Ausweg könnte darin bestehen, die Kontrolle an einen Agenten zu delegieren, der als Finanzintermediär das ihm von den originären Anlegern überlassene Kapital an mehrere Unternehmen weiterleitet. Da jeweils eine exklusive Finanzierungsbeziehung zwischen Intermediär und den einzelnen Unternehmen besteht, entfällt zunächst das Problem der Mehrfachaufwen-

⁴³ Diamond(1984)S.399.

⁴⁴ Dabei ergibt sich das Problem, daß ex post für die Kapitalgeber gar kein Anreiz mehr besteht, eine Bestrafung, aus der sich für sie selber keine Vorteile ergeben, dann auch tatsächlich durchzuführen, vgl. Breuer(1994). Alternativ kann aber die Ursache von Agency Costs statt in ungerechtfertigten Strafen darin gesehen werden, daß ein vom Agenten nicht zu verantwortender Zahlungsausfall zusätzliche Prüfkosten verursacht, da dann das tatsächliche Ergebnis auf jeden Fall überprüft werden muß.

dungen bei den Kontrollkosten. Wird eine große Anzahl von Unternehmern von einem entsprechend breit diversifizierten Intermediär betreut, dann folgt außerdem aus dem Gesetz der großen Zahlen, daß der durchschnittliche Ertrag je Projekt gegen den entsprechenden Erwartungswert konvergiert. Der Intermediär kann den originären Kapitalgebern deshalb eine quasi sichere Zahlung in Höhe der Differenz zwischen dem Erwartungswert der Projekterträge und den anteiligen Kontrollkosten versprechen. Die Wahrscheinlichkeit, daß der Intermediär insolvent wird, weil die Unternehmen zu niedrige Erträge erzielen, ist dann nahezu Null. Weil damit das Problem ungerechtfertigter Strafen entfällt, fallen bei der Refinanzierungsbeziehung auch keine Agency Costs an.

Das Modell zeigt also auf, daß Finanzintermediation wegen interner Kontrollkostenvorteile und trotz der dadurch ansteigenden Anzahl der Vertragsbeziehungen insgesamt vorteilhaft sein kann⁴⁵. Der Hinweis, daß die Theorie nicht nur auf die Kreditintermediation durch Banken, sondern auch auf Konzerne angewendet werden kann, findet sich bereits in der Originalarbeit von Diamond⁴⁶. Folgt man dem von Diamond entwickelten Argumentationsmuster, dann könnte eine mögliche Rechtfertigung für von Holdingunternehmen darin bestehen, daß durch Diversifikation das Risiko ungerechtfertigter Strafen reduziert werden kann. Manager sind dem Risiko ausgesetzt, durch den Verlust des Arbeitsplatzes oder durch Reputationseffekte für schlechte Ergebnisse auch dann verantwortlich gemacht zu werden, wenn diese auf vom Management nicht zu verantwortenden exogenen Umweltentwicklungen beruhen. Dagegen würden sich in einem diversifizierten Konzern zufällige Einflüsse gegenseitig neutralisieren. Wenn ein in vielen unterschiedlichen Geschäftsbereichen tätiger Konzern ein niedriges aggregiertes Ergebnis erwirtschaftet, dann ist das ein deutliches Signal für eine tatsächlich schlechte Leistung des Managements.

Unabhängig davon, ob sich in der Praxis Informationsasymmetrien bezüglich der vom Management erbrachten Leistung tatsächlich derart reduzieren lassen⁴⁷, ergibt sich hieraus noch keine ausreichende Begründung für die Effizienz von Holdingstrukturen. Vielmehr muß dar-

⁴⁵ Eine Folgerung aus dem Ansatz von Diamond besteht darin, daß die vom Intermediär vergebenen Kredite nicht an den Kapitalmärkten gehandelt werden können, da der Intermediär aufgrund seiner Kontrollaktivitäten private Informationen besitzt, vgl. Diamond(1984)S.410. Wendet man das Modell dagegen auf die Intermediation durch Holdinggesellschaften an, dann würde diese Anmerkung der Börseneinführung von Tochtergesellschaften widersprechen.

⁴⁶ Vgl. Diamond(1984)S.410.

⁴⁷ Geht man im Gegensatz zum Modell von Diamond davon aus, daß die Überschüsse der verschiedenen Projekte nicht unabhängig verteilt sind, dann können durch Diversifikation im Konzern zumindest nichtsystematische Risiken reduziert werden, während die Beobachtung systematischer Risiken demgegenüber vermutlich weit weniger von Informationsasymmetrien betroffen sein wird.

über hinaus vorausgesetzt werden, daß das Management zumindest dann verantwortlich gemacht wird, wenn eine „Strafe“ tatsächlich gerechtfertigt ist. Nur wenn hinreichend Druck auf das zentrale Management ausgeübt wird, wird das Management auch gegen mögliche Widerstände in den Tochtergesellschaften eine effiziente Unternehmenspolitik durchzusetzen. Anzumerken ist, daß es sich bei der Disziplinierung und Kontrolle des Bereichsmanagements in den Tochtergesellschaften um eine Aufgabe handelt, die im Unterschied zum Know-how der strategischen Unternehmensführung prinzipiell nicht von externen Unternehmensberatern geleistet werden kann und für die daher auch kein Outsourcing möglich ist.

Mit dem Problem, daß der Agent Rückzahlungen an die Kapitalgeber möglicherweise verweigert, ergibt sich aus dem Modell von Diamond eine weitere Analogie, die darauf hindeutet, daß sich in größerem Umfang durch Eigenkapital refinanzierende Holdinggesellschaften im Gegensatz zu Banken vermutlich keine effizienten Intermediäre sind. Erfolgt die Intermediation durch eine Bank, dann verfügen die Einleger über einen nominal fixierten Zahlungsanspruch, dessen Rückzahlung gegebenenfalls eingeklagt werden kann. Hier hat die Nichterfüllung von Zahlungsverpflichtungen automatisch eine Bestrafung des Managements der Bank zur Folge⁴⁸. Bei der Eigenkapitalfinanzierung werden dagegen keine einklagbaren Zahlungsansprüche der Kapitalgeber definiert, so daß sich insbesondere bei Streubesitz nicht unerhebliche Durchsetzungsprobleme ergeben. Je stärker bei der Finanzierung auf Eigen- statt auf Fremdkapital zurückgegriffen wird, desto mehr Free Cash Flow⁴⁹ im Sinne von Jensen(1986) entsteht und desto größer sind die Möglichkeiten des Managements, durch Gewinnthesaurierungen die Selbstfinanzierungsmöglichkeiten zu stärken und dadurch unabhängiger von den externen Kapitalmärkten zu werden, wobei fraglich ist, wie effizient die akkumulierten Mittel konzernintern alloziiert werden⁵⁰. Dabei wird eine Tendenz des Managements zu Gewinnthesaurierungen noch dadurch erleichtert, daß solche Gewinne der Tochtergesellschaften, die gar nicht erst an die Holding ausgeschüttet werden, dem Zugriff der Aktionäre der Holding von vornherein entzogen sind⁵¹.

Zusammenfassend kann damit die Problematik einer Management-Holding schlagwortartig als die der „Kontrolle des Kontrolleurs“ auf den Punkt gebracht werden. In der ökonomischen Theorie wird die Lösung dieses Problems üblicherweise in der Zuordnung der Residualge-

⁴⁸ Diamond weist formal nach, daß der optimale Refinanzierungsvertrag die Eigenschaften eines Kreditvertrages hat, vgl. Diamond(1984)S.401.

⁴⁹ Vgl. dazu auch Abschnitt 4.4.2.

⁵⁰ Vgl. in diesem Zusammenhang zum Versagen interner Kapitalmärkte Jensen(1993).

⁵¹ Zu den Gewinnverwendungskompetenzen im Konzern vgl. ausführlicher Abschnitt 4.4.2.

winne gesehen, weil dies zur Internalisierung von Handlungsfolgen führt⁵². Demnach müßte das zentrale Management also gleichzeitig Anteilseigner der Holdinggesellschaft sein und die Refinanzierung durch Fremdkapital erfolgen. Diese Bedingungen können außer bei einer eigentümergeleiteten Bank⁵³ z.B. auch bei einer LBO-Gesellschaft, die sich ebenfalls in erheblichen Umfang durch Fremdkapital refinanziert, als erfüllt angesehen werden⁵⁴. Ob dagegen eine börsennotierte, von angestellten Managern geleitete Holding-Gesellschaft, die im Vergleich dazu ein wesentlich geringeres Leverage aufweist, im Sinne von Diamond(1984) als effizienter Kontrollagent der originären Kapitalmarktanleger fungiert, dafür sind aus theoretischer Sicht keine unterstützenden Argumente ersichtlich. Es wird daher mit Interesse zu beobachten sein, ob sich solche Holding-Konstruktionen in der Praxis auf Dauer durchsetzen können.

⁵² Vgl. insbesondere Alchian/Demsetz(1972).

⁵³ Inwiefern die Tatsache, daß zumindest auch die großen Banken ebenfalls nicht von ihren Eigentümern, sondern von angestellten Managern geleitet werden, einer effizienten Finanzintermediation gemäß dem Erklärungsmodell von Diamond widerspricht, soll hier nicht näher erörtert werden.

⁵⁴ Zu LBO-Gesellschaften als Finanzintermediäre vgl. Dietl(1996)S.72ff., Löffler(1991)S.127ff.

3. Teil

Teilungsregeln, Principal - Agent - Probleme und Konzernbildung

3.1 Teilungsregeln

Die einfache Aufteilung in Fix- und Residualansprüche trifft bei Unternehmensverflechtungen nicht mehr zu. Es kommt vielmehr zu einer Transformation der Teilungsregeln, weil die von den Investitionsprojekten der verschiedenen Leistungsbereiche generierten Zahlungsüberschüsse den individuellen Kapitalgebern nicht nur direkt, sondern zum Teil erst nach Durchleitung durch andere Gesellschaften zufließen. Zusätzlich sind auch wechselseitige Beteiligungsbeziehungen möglich. Im folgenden ist zu erläutern, wie die Teilungsregeln bei Verflechtungsbeziehungen als Funktion der von den verschiedenen Leistungsbereichen generierten Zahlungsüberschüsse bestimmt werden können. Eingegangen wird außerdem auf die auch im Konzernzusammenhang gültige Irrelevanz der Teilungsregeln unter den Bedingungen eines vollkommenen Kapitalmarktes.

3.1.1 Teilungsregeln bei Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung

Wird das von einer Unternehmung zur Durchführung von Investitionsprojekten benötigte Kapital durch die Ausgabe unterschiedlicher Finanztiteln aufgebracht, dann müssen irgendwie Teilungsregeln formuliert werden, die eine Aufteilung der zukünftigen Zahlungsrückflüsse auf die verschiedenen Finanztitel festlegen. Der Fremdkapitalfinanzierung liegt idealtypisch ein vollständiger Zahlungsplan mit hinsichtlich Höhe und Termin fixierten Zahlungsverpflichtungen zugrunde, während die eventuell verbleibenden Residualgewinne im Verhältnis der geleisteten Einlagen unter den Eigenkapitalgebern verteilt werden. Kompliziertere Teilungsregeln können etwa mit bestimmten hybriden, hier aber nicht näher betrachteten Finanzierungsformen wie z.B. Wandelschuldverschreibungen oder Optionsanleihen verbunden sein.

Um die Aufteilung in Fix- und Residualansprüche formal zu beschreiben, sei ein einperiodisches Investitionsprojekt betrachtet, das in $t = 0$ eine bestimmte Investitionssumme I erfordert und in $t = 1$ in Abhängigkeit vom jeweils realisierten Umweltzustand θ zu einem Zahlungsüberschuß $x = x(\theta)$ führt. Wird in $t = 0$ mit den Gläubigern ein in $t = 1$ zu zahlender Rückzahlungsbetrag B vereinbart, dann sind Fixbetragsanspruch $FX(x)$ des Fremdkapitals und Re-

sidualgewinn $R(x) = x - FX(x)$ des Eigenkapitals wie folgt als Funktion der Zahlungsüberschüsse gegeben.:

$$FX(x) = \min(x, B)$$

(3.1-1)

$$R(x) = x - FX(x) = \max(x - B, 0)$$

Da in dieser Arbeit ausschließlich auf Kapitalgesellschaften Bezug genommen wird, ist eine persönliche Haftung der Eigenkapitalgeber, die sonst wegen einer eventuellen Nachschußpflicht im Insolvenzfall $x < B$ auch zu negativen Werten von $R(x)$ führen könnte, hier ausgeschlossen.

Fast alle agency-theoretischen Arbeiten betrachten lediglich einperiodische Kreditverträge⁵⁵. Die Formulierung von Teilungsregeln bei mehrperiodischen Kreditverträgen ist dagegen mit der Schwierigkeit behaftet, daß es zumindest dann, wenn es zu Zahlungsausfällen kommen kann, nicht hinreicht, daß durch einen vollständigen Zahlungsplan Höhe und Fälligkeitszeitpunkt aller zukünftigen Zins- und Tilgungsverpflichtungen genau festgelegt werden. Vielmehr müßten darüber hinaus insbesondere auch Annahmen darüber getroffen werden, unter welchen Bedingungen ein später eintretender, möglicherweise nur vorübergehender Liquiditätsengpaß durch zusätzliche kurzfristige Verschuldung überbrückt werden kann. Hier kommt es offensichtlich darauf an, wie perfekt die externen Kapitalmärkte arbeiten. Existiert ein vollkommener Kapitalmarkt, dann ist eine solche Überbrückung eines vorübergehenden Liquiditätsengpasses immer dann möglich, wenn im entsprechenden Zeitpunkt der Ertragswert der Unternehmung größer ist als die fällige Zahlungsverpflichtung.

⁵⁵ Im mehrperiodischen Kontext werden vor allem Reputationseffekte relevant, vgl. zur allgemeinen Einführung Rau-Bredow(1996), eine Anwendung auf die Kreditfinanzierung erfolgt durch Nippel(1992). In der Spieltheorie wird gezeigt, daß bei endlich vielen Wiederholungen der Aufbau von Reputation keine Gleichgewichtstrategie sein kann. Klar ist, daß in der letzten Periode keine Reputation aufgebaut wird, da ein zukünftiges „Melken“ der Reputation ausgeschlossen ist. Durch Rückwärtsinduktion kann dieses Ergebnis schrittweise auf die jeweils vorhergehende Periode übertragen werden. Dagegen gibt es bei unendlich vielen Wiederholungen keine letzte Runde. Das sogenannte Folk-Theorem besagt, daß dann nahezu jedes Verhaltensmuster Bestandteil eines Gleichgewichtes sein kann, wobei sich ein Reputationsgleichgewicht nicht besonders im Vergleich zu anderen Gleichgewichtslösungen auszeichnet. Bei asymmetrisch verteilten Informationen z.B über die Kreditwürdigkeit können jedoch Gleichgewichte existieren, in denen unter Umständen auch bei insgesamt nur endlich vielen Wiederholung in den Anfangsperioden in den Aufbau von Reputation investiert wird.

Im mehrperiodischen Kontext kann die Beschreibung der durch die Kapitalstruktur festgelegten Teilungsregel auch dadurch erfolgen, daß im Sinne von Black/Scholes(1973)S.651ff. das Eigenkapital als „Compound Option“ interpretiert wird: Bei einem einperiodischen Kreditvertrag ist aus Gleichung (3.1-1) unmittelbar ersichtlich, daß im Fälligkeitszeitpunkt der Kreditforderung die Zahlungscharakteristik des Eigenkapitals der Zahlungscharakteristik einer Kaufoption auf den gesamten Zahlungsüberschuß x mit Ausübungskurs B entspricht. Liegt dagegen z.B. ein zweiperiodischer Kreditvertrag vor, der jeweils in den Zeitpunkten $t = 1$ und $t = 2$ eine Zahlung vorsieht, dann ist das Eigenkapital in $t = 0$ als eine Option auf eine Option aufzufassen: Durch Befriedigung der in $t = 1$ fälligen Forderung wird eine einfache Kaufoption erworben, deren Ausübungskurs durch die in $t = 2$ fällige Forderung gegeben ist. Bei mehr als zwei Perioden läßt sich diese Konstruktion entsprechend erweitern. Hiervon ausgehend kann in einem weiteren Schritt mit Hilfe der Optionspreistheorie der Marktwert des Eigen- und Fremdkapitals bestimmt werden⁵⁶.

3.1.2 Transformation von Teilungsregeln durch Unternehmensverflechtungen

3.1.2.1 Überblick

Durch Unternehmensverflechtungen werden die sonst auf unverbundene Unternehmen bezogenen Teilungsregeln in gewisser Weise transformiert. Innerhalb eines Unternehmensverbundes entsteht zusätzlicher Cash Flow, weil neben der eigentlichen operativen Geschäftstätigkeit auch die Beteiligungen Zahlungsüberschüsse generieren. Die an externe Investoren ausgegebenen Finanztitel verbriefen daher nicht nur Anwartschaften auf die Zahlungsüberschüsse des vom emittierenden Unternehmen durchgeführten Investitionsprojektes, sondern mittelbar auch Zahlungsanwartschaften auf die Überschüsse der Tochter- und Enkelgesellschaften. Hinzu kommt, daß bei wechselseitigen Beteiligungen an andere Unternehmen ausgeschüttete Beträge indirekt wieder an diese zurückfließen können.

Bei der formalen Beschreibung der Teilungsregel ist daher der intern zusätzlich entstehende Cash Flow auf geeignete Weise wieder herauszurechnen. Grundlegend dazu ist die Unterscheidung zwischen dem in $t = 1$ entstehenden gesamten Zahlungsüberschuß y_i des Unternehmens i mit $i \in \{1; n\}$ und dem nach Abzug derjenigen Zahlungen, die das Unternehmen i von anderen Unternehmen erhält, verbleibenden Zahlungsüberschuß x_i , wobei dieser verblei-

⁵⁶ Vgl. dazu mit weiteren Literaturangaben Gaida(1998).

bende Zahlungsüberschuß x_i etwas vereinfachend als Zahlungsüberschuß des Leistungsbereiches bezeichnet werden kann.

Allgemein seien die Zahlungen, die die Unternehmung i von einer anderen Unternehmung j erhält, durch eine Funktion $s_{ij}(y_j)$ gegeben, in die dann als Argument die gesamten Zahlungsüberschüsse y_j des Unternehmens j eingehen. Wenn z.B. das Unternehmen i mit einem Eigenkapitalanteil a_{ij} am Unternehmen j beteiligt und B_j der den Gläubigern von Unternehmen j geschuldete Rückzahlungsbetrag ist, dann ist $s_{ij}(y_j)$ wie folgt definiert:

$$(3.1-2) \quad s_{ij}(y_j) = a_{ij} \max(y_j - B_j, 0)$$

Bei der folgenden allgemeinen Darstellung wird allerdings zunächst kein bestimmter funktionaler Zusammenhang für $s_{ij}(y_j)$ vorausgesetzt. Eine andere Funktion würde sich z.B. bei einem konzerninternen Darlehen ergeben oder wenn eine Tochter über einen Verlustausgleichsanspruch gegenüber dem herrschenden Unternehmen verfügt. Da eine Unternehmung außerdem nicht an sich selber beteiligt sein kann, sei $s_{ij}(y_j) = 0$ bei $i = j$ für beliebiges Argument y_j vorausgesetzt.

Ganz allgemein gilt für jedes Unternehmen i :

$$(3.1-3) \quad y_i = x_i + \sum_{j=1}^n s_{ij}(y_j)$$

Der gesamte Zahlungsüberschuß y_i des Unternehmens i ergibt sich also, indem zum Überschuß x_i des Leistungsbereiches die Zahlungen addiert werden, die das Unternehmen von anderen Gesellschaften erhält. Summiert man (3.1-3) über alle i , dann erhält man nach einer einfachen Umformung:

$$(3.1-4) \quad \sum_{i=1}^n [y_i - \sum_{j=1}^n s_{ji}(y_i)] = \sum_{i=1}^n x_i$$

Bei dieser Gleichung wurde die Reihenfolge der Indizes in der entstehenden Doppelsumme zulässigerweise vertauscht. In der eckigen Klammer auf der linken Seite stehen dabei genau die Zahlungen, die nicht an andere Unternehmen des Verbundes, sondern an die externen Kapitalgeber fließen. Diese Zahlungen ergeben sich, indem vom gesamten Zahlungsüberschuß y_i

der Unternehmung i die an andere Unternehmen j zu leistenden Zahlungen $s_{ji}(y_i)$ abgezogen werden. Die Gleichung (3.1-4) besagt also, daß die Summe der an die externen Kapitalgeber fließenden Zahlungen genau mit der auf der rechten Seite stehenden Summe der Überschüsse der Leistungsbereiche übereinstimmen.

Allerdings wird damit nur ein allgemeingültiger, intuitiv unmittelbar einsichtiger Zusammenhang formuliert, die konkrete Teilungsregel jedoch noch nicht bestimmt. Um die Teilungsregel angeben zu können, wäre es erforderlich, statt der unmittelbar gegebenen Zahlungsüberschüsse x_i der Leistungsbereiche die gesamten Überschüsse y_i einschließlich der von anderen Unternehmen zufließenden Zahlungen zu kennen. Das Gleichungssystem (3.1-3) ist also nach den y_i aufzulösen. Ist für alle Gesellschaften jeweils der gesamte Cash Flow y_i bestimmt, dann können auch die den externen Kapitalgebern zustehenden Fixbetragsansprüche bzw. die anteiligen Residualgewinne unmittelbar anhand von (3.1-1) ermittelt werden.

Die y_i lassen sich dann auf einfache Weise bestimmen, wenn eine hierarchische Struktur vorliegt, bei der Zahlungen ausschließlich an jeweils auf einer höheren Stufe stehende Unternehmen fließen. Auf der untersten Stufe gilt dann zunächst $y_i = x_i$. Hiervon ausgehend können die y_i sukzessive unmittelbar mit Hilfe von (3.1-3) für Unternehmen der jeweils nächsthöheren Stufe berechnet werden, wobei die auf der linken Seite als Argument von $s_{ji}(\cdot)$ auftauchenden gesamten Überschüsse y_j der untergeordneten Unternehmen bereits bekannt sind. Bei einer solchen Verflechtungsstruktur besitzt das durch (3.1-3) gegebene Gleichungssystem für beliebige x_i also immer eine eindeutige Lösung.

Dieses Verfahren läßt sich aber z.B. bei wechselseitigen Beteiligungen nicht mehr anwenden. Allgemeine Bedingungen, unter denen das Gleichungssystem (3.1-3) immer eine eindeutige Lösung besitzt, werden deshalb im Anhang A angegeben. Anschaulich besagen diese Bedingungen, daß eine für ein bestimmtes Unternehmen i unterstellte exogene Veränderung der gesamten Zahlungsüberschüsse zumindest indirekt, d.h. aufgrund der Auswirkungen auf die Überschüsse anderer Unternehmen, immer auch den an die externen Kapitalgeber fließenden Zahlungsstrom beeinflussen muß. Es dürfen also keine völlig zirkulären Strukturen auftreten. Ein einfaches Beispiel, bei dem diese Bedingung nicht erfüllt ist, wird im folgenden Abschnitt angegeben.

3.1.2.2 Verflechtungsmatrizen

Bei den in diesem Abschnitt betrachteten Eigenkapitalverflechtungen wird unterstellt, daß das Fremdkapital nicht ausfallbedroht ist. Da jetzt durchweg lineare Beziehungen bestehen, läßt sich die Beziehung zwischen den Zahlungsüberschüssen x_i der Leistungsbereiche und den gesamten Überschüssen y_i einschließlich der Beteiligungserträge in Matrixschreibweise darstellen.

Das Gleichungssystem (3.1-3) hat, wenn mit a_{ij} der Kapitalanteil des Unternehmens i am Unternehmen j und mit B_j der außenstehenden Gläubigern vom Unternehmen j geschuldete Rückzahlungsbetrag bezeichnet wird und für $i = j$ wieder $a_{ij} = 0$ gesetzt wird, jetzt die Form:

$$(3.1-5) \quad y_i = x_i + \sum_{j=1}^n a_{ij} (y_j - B_j)$$

Werden die Kapitalanteile a_{ij} in einer Matrix A zusammengefaßt, dann gilt in Matrixschreibweise:

$$(3.1-6) \quad y = x + A (y - B)$$

$$= (I - A)^{-1} (x - B) + B$$

Eine eindeutige Lösung setzt jetzt also voraus, daß die Matrix $I - A$ invertierbar ist. Die Matrix A zeichnet sich dabei dadurch aus, daß die Spaltensumme $\sum_i a_{ij}$ jeweils gleich dem von allen anderen Unternehmen zusammen am Unternehmen j gehaltenen Kapitalanteil ist und deshalb den Wert 1 nicht überschreiten darf. Matrizen mit einer Spaltensumme nicht größer als 1 heißen Minkowski - Leontief Matrizen. Die Bedingungen für die Invertierbarkeit von $I - A$ sind als linearer Spezialfall ebenfalls aus Anhang A ersichtlich⁵⁷.

Ein Beispiel dafür, daß das Gleichungssystem (3.1-5) aufgrund einer zirkulären Struktur keine Lösung besitzt, ist durch Abbildung 1 gegeben. Es gilt $a_{12} = 1$; $a_{13} = 0,3$; $a_{14} = 0,05$; $a_{21} = 0,2$; $a_{23} = 0,7$; $a_{31} = 0,8$ sowie $a_{ij} = 0$ in allen übrigen Fällen. Hier bilden die Unternehmen 1, 2 und

⁵⁷ Vgl. zu einen anderen Beweis für diesen linearen Spezialfall mit Hilfe der Graphentheorie auch Rosenblatt(1957).

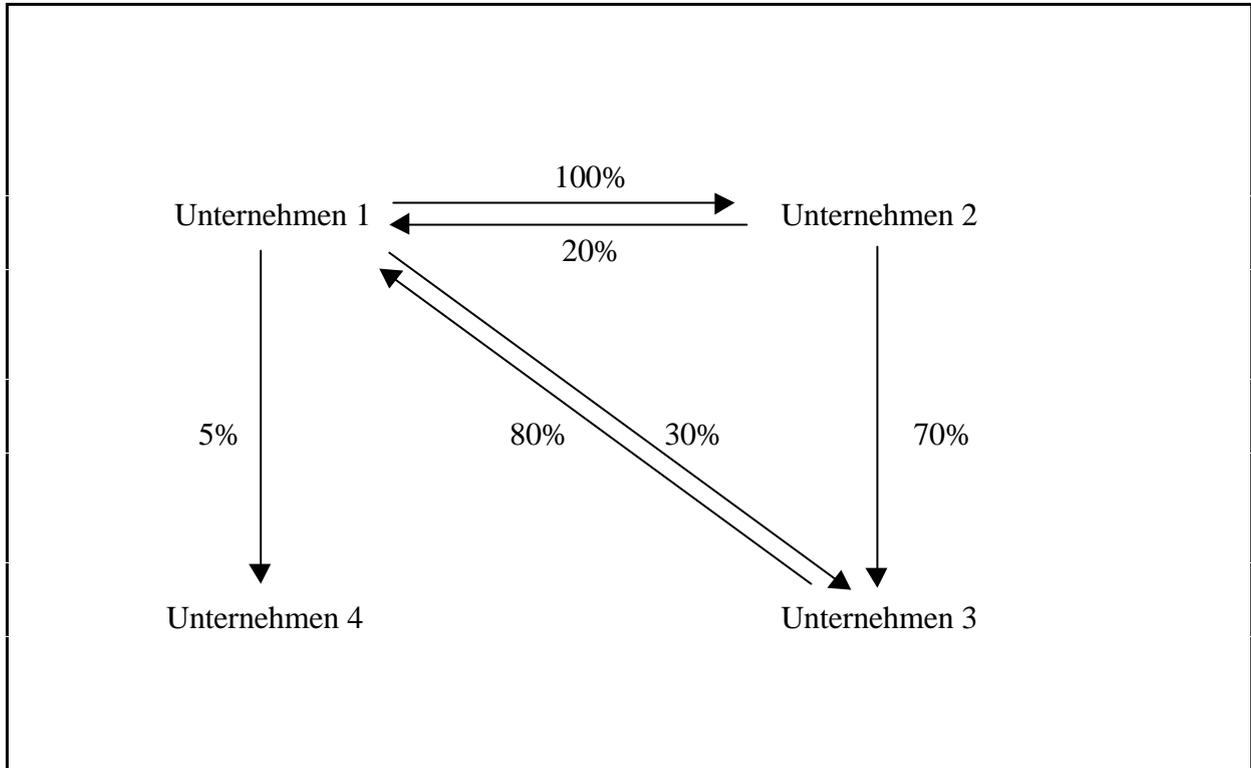


Abbildung 1: Zirkuläre Verflechtungsbeziehung

3 einen Zirkel, der gegenüber den Zahlungsansprüchen externer Kapitalgeber vollständig abgeschottet ist. Lediglich am Unternehmen 4 halten externe Kapitalgeber einen Kapitalanteil von 95%, dem jedoch im vorliegenden Beispiel kein konsistenter positiver Wert zugeordnet werden kann. Dies erkennt man, wenn man jeweils für $i = 1, 2$ und 3 die Gleichung (3.1-5) ausformuliert:

$$y_1 = x_1 + y_2 + 0,3 y_3$$

$$y_2 = x_2 + 0,2 y_1 + 0,7 y_3 + 0,05 y_4$$

$$y_3 = x_3 + 0,8 y_1$$

Addition aller drei Gleichungen ergibt $0 = x_1 + x_2 + x_3 + 0,05 y_4$. Solange nicht alle Zahlungsüberschüsse x_i der Leistungsbereiche verschwinden, kann keine nichtnegative Lösung für den gesamten Zahlungsüberschuß y_4 des Unternehmens 4 existieren. Das Gleichungssystem hat also keine Lösung.

Zur Illustration kann als Anwendungsbeispiel für die hier behandelten Verflechtungsmatrizen die Aufgabe betrachtet werden, die tatsächliche Börsenkapitalisierung in einer Volkswirtschaft, in der Anteile an börsennotierten Unternehmen auch von anderen Aktiengesellschaften gehalten werden, zu ermitteln⁵⁸. Eine einfache Addition der Marktwerte würde hier zu einer Doppelzählung führen, weil die bei anderen Unternehmen liegenden Anteile auch den Börsenwert dieser anderen Unternehmen zusätzlich um das jeweilige Beteiligungsvermögen erhöhen. Es muß daher eine geeignete Bereinigung erfolgen⁵⁹.

Allerdings sind dazu die Variablenbezeichnungen anzupassen, da nicht wie bisher die sich ex post realisierenden Zahlungen auf das Eigen- und Fremdkapital, sondern die ex ante gegebenen Marktwerte betrachtet werden. Dazu sei für jede Unternehmung i der Marktwert des Eigenkapitals als Unternehmenswert UW_i , der Marktwert des Sachanlage- und Umlaufvermögens ohne Berücksichtigung des Beteiligungsvermögens mit SV_i und der Marktwert des

⁵⁸ Derartige Verflechtungen sind insbesondere in Deutschland weit verbreitet. Vgl. für eine graphische Übersicht zu den wesentlichen Verflechtungen zwischen großen deutschen Aktiengesellschaften Wenger/Kaserer(1998)S.507.

⁵⁹ Wenger/Kaserer(1998)S.506 schätzen, daß in Deutschland die so bereinigte Netto-Börsenkapitalisierung etwa 73% der ursprünglichen Brutto- Börsenkapitalisierung ausmacht.

Fremdkapitals mit FK_i bezeichnet⁶⁰. Die Höhe der wechselseitigen Kapitalbeteiligungen sei weiterhin durch die a_{ij} gegeben. Es gilt dann:

$$(3.1-7) \quad UW_i = SV_i + \sum_{j=1}^n a_{ij} UW_j - FK_i$$

In Matrixschreibweise folgt:

$$(3.1-8) \quad \begin{aligned} UW &= SV + A UW - FK \\ &= (I - A)^{-1} (SV - FK) \end{aligned}$$

Betrachtet man eine bestimmte Unternehmung i , dann ist $\sum_{j=1}^n a_{ji}$ der Kapitalanteil an diesem Unternehmen, der von anderen Unternehmen gehalten wird, und $1 - \sum_{j=1}^n a_{ji}$ entsprechend derjenige Kapitalanteil, der jeweils nicht selbst wieder innerhalb des Systems, sondern von originären Investoren gehalten wird. Es läßt sich nun zeigen, daß die einzelnen Börsenwerte jeweils mit dem Kapitalanteil $1 - \sum_{j=1}^n a_{ji}$ externer Anteilseigner gewichtet werden müssen, um bei der Berechnung der Börsenkapitalisierung eine Doppelzählung vermeiden. Wenn mit $\underline{1}$ ein Vektor bezeichnet wird, bei dem alle Komponenten aus Einsen bestehen, und t für transponiert steht, dann folgt aus (3.1-8) unmittelbar:

$$(3.1-9) \quad \begin{aligned} \sum_{i=1}^n (1 - \sum_{j=1}^n a_{ji}) UW_i &= \underline{1}^t (I - A) UW \\ &= \underline{1}^t (SV - FK) \\ &= \sum_{i=1}^n (SV_i - FK_i) \end{aligned}$$

⁶⁰ Gilt allseitige Risikoneutralität und für den Zins $i = 0$, dann wären bei einperiodischen Kreditverträgen die Marktwerte UW_i bzw. FK_i jeweils durch die Erwartungswerte der Residualgewinne $R_i(y_i) = \max(y_i - B_i, 0)$ bzw. der Fixbetragsansprüche $FX_i(y_i) = \min(y_i, B_i)$ gegeben, bei $i > 0$ wäre zusätzlich noch durch $1 + i$ zu teilen.

Als Ergebnis erhält man also die Differenz zwischen dem Marktwert des in den Leistungsbe-
reichen vorhandenen Sachanlage- und Umlaufvermögens und dem Marktwert des gesamten
Fremdkapitals, also den Gegenwert des durch die umlaufenden Anteilsscheine repräsentierten
Nettovermögens. Damit wird für beliebig komplizierte Verflechtungsstrukturen die künstliche
Aufblähung der Börsenwerte wieder eliminiert.

3.1.2.3 Ausfallbedrohte Fremdkapitalforderungen und Unternehmensverflechtungen

Bisher wurden die Ausfallrisiken des Fremdkapitals nicht explizit berücksichtigt. Die Be-
schreibung der Teilungsregel wird jedoch komplizierter, wenn nicht immer alle Fremdkapital-
forderungen vollständig erfüllt werden. Dazu ist eine Fallunterscheidung notwendig, bei der
jeweils für eine bestimmte Teilmenge der miteinander verflochtenen Gesellschaften der In-
solvenzfall unterstellt wird. Dies soll im folgenden verdeutlicht werden, wobei vereinfachend
eine Beschränkung auf lediglich zwei miteinander verflochtene Gesellschaften erfolgt. Dabei
ist danach zu unterscheiden, ob eine Haftpflicht der Mutter für Verbindlichkeiten der Toch-
tergesellschaft besteht oder nicht.

a) Teilungsregel ohne Haftung für Tochterverbindlichkeiten

In diesem Fall ergibt sich die Teilungsregel aus der Lösung des folgenden Gleichungssystems,
wobei wechselseitige Beteiligungen nicht ausgeschlossen sind:

$$y_1 = x_1 + a_{12} \max(y_2 - B_2, 0)$$

$$y_2 = x_2 + a_{21} \max(y_1 - B_1, 0)$$

Wird eine Fallunterscheidung danach vorgenommen, für welche Gesellschaften jeweils der
Insolvenzfall mit $R_i = 0$ und $y_i < B_i$ vorliegt, dann sind insgesamt 4 verschiedene Fälle mög-
lich:

Fall I: $R_1 > 0$ und $R_2 > 0$

Dies ist der im Zusammenhang mit Verflechtungsmatrizen bereits betrachtete Fall mit nicht ausfallbedrohten Fremdkapital. Mit Hilfe der Inversen von $I - A$ erhält man aus (3.1-6) unmittelbar für $i, j = 1, 2; i \neq j$:

$$FX_i = B_i$$

$$R_i = y_i - B_i$$

$$= \frac{x_i - B_i + a_{ij}(x_j - B_j)}{1 - a_{ij} a_{ji}}$$

Fall II: $R_1 = 0$ und $R_2 > 0$

Wird Unternehmen 1 insolvent, dann hat man wegen $y_1 < B_1$ und $y_2 > B_2$:

$$FX_1 = x_1 + a_{12}(x_2 - B_2)$$

$$R_1 = 0$$

$$FX_2 = B_2$$

$$R_2 = x_2 - B_2$$

Fall III: $R_1 = R_2 = 0$

Gehen beide Gesellschaften insolvent, dann gilt wegen $y_i < B_i$ für $i = 1, 2$:

$$FX_i = x_i$$

$$R_i = 0$$

Fall IV: $R_1 > 0$ und $R_2 = 0$

Ganz analog zu Fall II hat man:

$$FX_1 = B_1$$

$$R_1 = x_1 - B_1$$

$$FX_2 = x_2 + a_{21} (x_1 - B_1)$$

$$R_2 = 0$$

Man beachte, daß die Summe $FX_1 + (1 - a_{21}) R_1 + FX_2 + (1 - a_{12}) R_2$ der an außenstehende Kapitalgeber fließenden Zahlungen in allen vier Fällen immer gleich der Summe der Überschüsse der Leistungsbereiche $x_1 + x_2$ ist.

In Abbildung 2 ist für die verschiedenen Realisationen von x_1 und x_2 jeweils ersichtlich, welcher der Fälle I bis IV eintritt. Um dabei die Begrenzungslinie z.B. zwischen den Bereichen I und IV zu erhalten, muß im Fall I der Grenzfall $R_1 = 0$ oder im Fall II der Grenzfall $FX_1 = B_1$ betrachtet werden, man erhält dann jeweils $x_2 = B_2 - a_{21} (x_1 - B_1)$. Die übrigen Begrenzungslinien ergeben sich analog. Für den Spezialfall einer einfachen Beteiligungsbeziehung würde man wegen $a_{21} = 0$ die horizontal verlaufende Begrenzungslinie $x_2 = B_2$ erhalten, da das Tochterunternehmen 2 dann genau für $x_2 < B_2$ insolvent wird. Aus Abbildung 2 ist darüber hinaus ersichtlich, daß mit zunehmenden a_j der Bereich I, in dem keine Insolvenz eintritt, entsprechend größer wird. Es entsteht ein mit den Beteiligungshöhen zunehmender Diversifikationseffekt, da die entsprechend höheren Beteiligungserträge das Risiko reduzieren, daß die Zahlungsverpflichtungen nicht erfüllt werden können⁶¹.

⁶¹ Vgl. zu diesem Diversifikationseffekt auch Abschnitt 3.3.1.2.

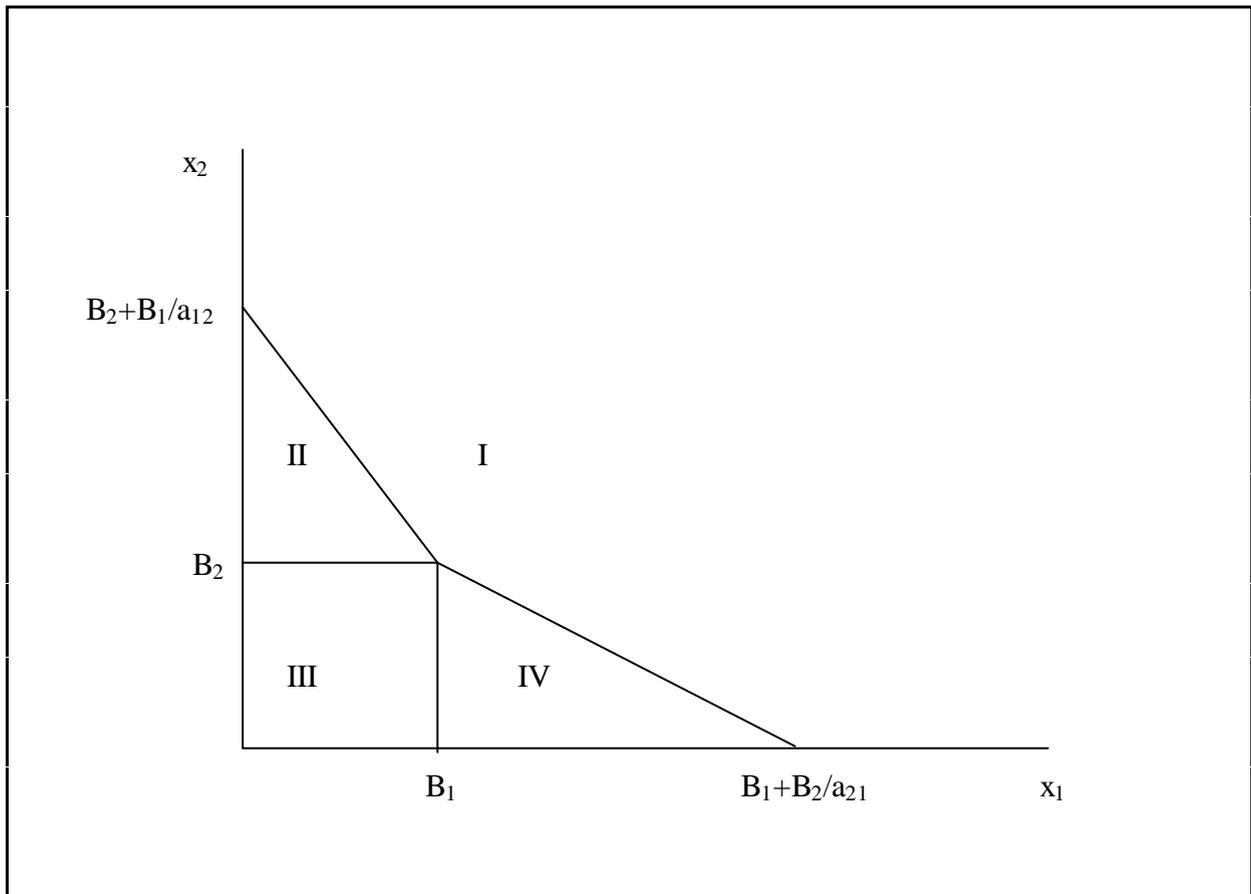


Abbildung 2: Kritische Bereiche für Teilungsregeln bei wechselseitigen Verflechtungen

b) Teilungsregel bei einer Verlustausgleichspflicht gemäß § 302 AktG

Im Fall eines Vertragskonzerns ist das herrschende Unternehmen gemäß § 302 AktG zur Verlustübernahme verpflichtet. Dazu sei eine einfache Beteiligungsbeziehung betrachtet, bei der das (Mutter-)Unternehmen 1 mit einem Kapitalanteil $a_{12} > 0$ an einem anderen (Tochter-) Unternehmen 2 beteiligt ist⁶². Da eine wechselseitige Beteiligung ausgeschlossen ist, gilt also $a_{21} = 0$. Ein gemäß § 302 AktG auszugleichender Jahresfehlbetrag entsteht genau dann, wenn die von den Eigenkapitalgebern in $t = 0$ geleistete Einlage I_{EK} in $t = 1$ nicht mehr vorhanden ist, wenn also $x_2 - B_2 < I_{EK}$ gilt. In diesem Fall hat das Unternehmen 2 einen Verlustausgleichsanspruch gegenüber Unternehmen 1 in Höhe von

$$VA(x_2) = I_{EK} + B_2 - x_2 > 0$$

Der Fall $x_2 > I_{EK} + B_2$ muß dagegen im folgenden nicht betrachtet werden, da dann kein Verlustausgleichsanspruch besteht und die oben unter a) abgeleiteten Ergebnisse direkt übernommen werden können.

Es ist wieder eine Fallunterscheidung danach vorzunehmen, in welchem der beiden Unternehmen der Insolvenzfall vorliegt. Nicht eintreten kann jetzt jedoch der Fall IV, bei dem nur das abhängige Tochterunternehmen 2 insolvent wird, während Unternehmen 1 weiterhin zahlungsfähig ist. Denn eine Insolvenz von Unternehmen 2 ist solange ausgeschlossen, wie Unternehmen 1 den Verlustausgleichsanspruch in voller Höhe erfüllen kann. Da sich aus dem Gesetz keine gegenteiligen Hinweise ergeben, beruht die folgende Darstellung außerdem auf der Annahme, daß bei Zahlungsunfähigkeit des herrschenden Unternehmens 1 der Verlustausgleichsanspruch des Tochterunternehmens und die Ansprüche der übrigen Gläubiger gleichrangig, d.h. quotal zu befriedigen sind⁶³.

⁶² Da ein Vertragskonzern nach § 293(1) AktG eine 75% - Mehrheit voraussetzt, wird dabei in der Regel $a_{12} \geq 0,75$ gelten.

⁶³ Bei alternativen Annahmen kann das Problem analog gelöst werden, wobei die hier vorgeführte Lösung den komplizierteren Fall betrifft.

Fall I: $R_1 > 0$ und $R_2 > 0$

Solange das Mutterunternehmen nicht insolvent wird, bleibt im Tochterunternehmen die geleistete Einlage I_{EK} genau erhalten. Es gilt für $i = 1, 2$:

$$FX_i = B_i$$

$$R_1 = x_1 + a_{12} R_2 - B_1 - VA(x_2)$$

$$= x_1 + x_2 - B_1 - B_2 - (1 - a_{12}) I_{EK}$$

$$R_2 = I_{EK}$$

Fall II: $R_1 = 0$ und $R_2 > 0$

In diesem Fall wird das Mutterunternehmen 1 insolvent, so daß der Verlustausgleichsanspruch und die sonstigen Forderungen jeweils nur quotaal befriedigt werden können. Die Tochter bleibt dagegen zahlungsfähig. Da aufgrund des nur teilweisen Verlustausgleiches $R_2 < I_{EK}$ gilt, verlieren eventuell an der Tochter beteiligte Minderheiten jedoch einen Teil der von ihnen geleisteten Einlage.

Zu beachten ist die sich in diesem Fall ergebende zirkuläre Struktur. Ein Teil des Verlustausgleiches fließt in Form von Beteiligungserträgen wieder an das Mutterunternehmen zurück und erhöht dort das sowohl für die Verlustausgleichsansprüche als auch die sonstigen Forderungen haftende Vermögen. Eine konsistente Lösung für die y_i berechnet sich, da $q = VA(x_2)/(VA(x_2) + B_1)$ die dem Verlustausgleichsanspruch zugeordnete Quote ist, aus folgendem Gleichungssystem:

$$y_1 = x_1 + a_{12} (y_2 - B_2)$$

$$y_2 = x_2 + \frac{VA(x_2)}{VA(x_2) + B_1} y_1$$

Mit entsprechend $1 - q = B_1 / (VA(x_2) + B_1)$ als Quote der sonstigen Forderungen gegenüber Unternehmen 1 mit Rückzahlungsbetrag B_1 erhält man nach einer längeren Rechnung:

$$FX_1 = (1 - q) y_1$$

$$= B_1 \frac{x_1 + a_{12} (x_2 - B_2)}{B_1 + (1 - a_{12}) VA(x_2)}$$

$$R_1 = 0$$

$$FX_2 = B_2$$

$$R_2 = y_2 - B_2$$

$$= \frac{(x_2 - B_2) (VA(x_2) + B_1) + x_1 VA(x_2)}{B_1 + (1 - a_{12}) VA(x_2)}$$

Fall III: $R_1 = R_2 = 0$

Wenn beide Unternehmen zahlungsunfähig werden, dann lautet das Gleichungssystem:

$$y_1 = x_1$$

$$y_2 = x_2 + \frac{VA(x_2)}{VA(x_2) + B_1} y_1$$

Unter der Annahme, daß auch hier der Verlustausgleichsanspruch und die sonstige Forderungen gegenüber Unternehmen 1 quotall befriedigt werden, folgt:

$$FX_1 = (1 - q) y_1$$

$$= \frac{B_1}{VA(x_2) + B_1} x_1$$

$$FX_2 = y_2$$

$$= x_2 + \frac{VA(x_2)}{VA(x_2) + B_1} x_1$$

Damit ist die Teilungsregel vollständig bestimmt. Eine Überprüfung zeigt auch hier wieder, daß die Summe der externen Ansprüche $FX_1 + (1 - a_{21}) R_1 + FX_2 + R_2 = x_1 + x_2$ in allen Fällen gleich der Summe der Überschüsse der Leistungsbereiche ist. Graphisch sind die Bereiche für die Fälle I - III für den relevanten Bereich $x_1 < I_{EK} + B_1$ in Abbildung 3 wiedergegeben. Die Begrenzungslinien lassen sich wieder durch eine Betrachtung der Grenzfälle analytisch bestimmen. Setzt man im Fall I $R_2 = 0$ bzw. im Fall II $FX_2 = B_2$, so erhält man übereinstimmend:

$$x_2 = B_1 + B_2 + (1 - a_{12}) I_{EK} - x_1$$

Analog berechnet sich die Begrenzungslinie zwischen den Bereichen II und III aus $R_1 = 0$ im Fall II bzw. $FX_1 = B_1$ in Fall III zu⁶⁴:

$$x_1 = (B_2 - x_2) \left(1 + \frac{B_1}{I_{EK} + B_2 - x_2} \right)$$

⁶⁴ Nur aus Gründen der einfacheren Darstellungsform ist das Ergebnis hier mit x_2 als abhängiger Variablen angegeben.

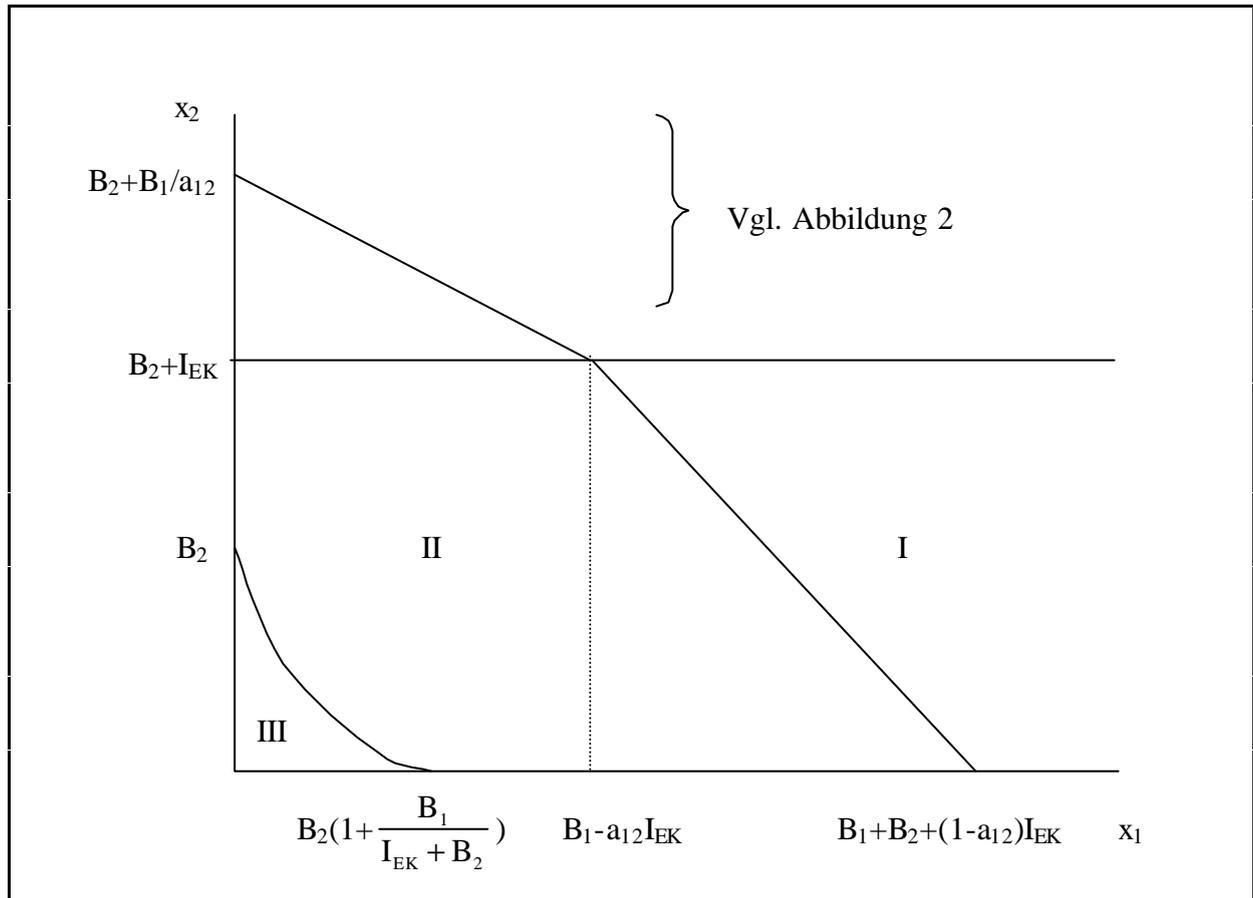


Abbildung 3: Kritische Bereiche für Teilungsregeln bei Verlustausgleichsanspruch

3.1.3 Irrelevanz von Teilungsregeln bei vollkommenen Kapitalmarkt

Aus den oben explizit hergeleiteten Teilungsregeln ergeben sich, wenn man einen vollkommenen Kapitalmarkt unterstellt, keine unmittelbaren ökonomischen Konsequenzen, weil dann das bekannte Irrelevanztheorem von Modigliani/Miller(1958) angewendet werden kann⁶⁵. Grundlage dieses Irrelevanztheorems ist Wertadditivität: In einem vollkommenen Kapitalmarkt, bei dem die Preisbildung von den Marktteilnehmern als Datum anzusehen ist⁶⁶, muß sich für zwei denselben Zahlungsstrom generierende, aber aus unterschiedlichen Finanztiteln zusammengesetzte Portfolios ein einheitlicher Marktwert ergeben. Andernfalls könnte durch Arbitrage risikolos ein „free lunch“ erzielt werden, indem das Portfolio in derjenigen Zusammensetzung, für die sich ein geringerer Marktwert ergibt, erworben und der aus diesem Portfolio zufließende Zahlungsstrom in einer anderen Aufteilung auf einzelne Finanztitel zu einem höheren Preis wieder veräußert wird.

Betrachtet man nun ein Portfolio, das aus allen von einer bestimmten Unternehmung ausgegebenen Finanztiteln besteht, dann folgt unmittelbar, daß der Marktwert dieses Portfolios nur von der Struktur des Zahlungsstromes, den die im Unternehmen realisierten Investitionsprojekte generieren, abhängig sein kann. Irrelevant ist dagegen, wie dieser Zahlungsstrom mit Hilfe einer Teilungsregel auf die verschiedenen von der Unternehmung ausgegebenen Finanztiteln verteilt wird. Der Gesamterlös aus der Emission der Finanztitel kann deshalb durch eine geschickte Wahl der Kapitalstruktur nicht beeinflußt werden. Diese Aussage läßt sich unmittelbar auf Verflechtungsbeziehungen erweitern: In den vorangegangenen Ausführungen wurde aufgezeigt, wie der von den Leistungsbereichen erzeugte Zahlungsstrom ausschließlich auf diejenigen Finanztitel aufgeteilt wird, die von den außenstehenden Kapitalgebern und nicht von anderen Unternehmen innerhalb des Systems gehalten werden. Wegen Wertadditivität ist auch dabei die Marktwertsumme aller von außenstehenden Kapitalgebern gehaltenen Finanztitel mit der Summe der Marktwerte der in den verschiedenen Leistungsbereichen reali-

⁶⁵ Als früher Vorläufer des Modigliani/Miller Theorems kann übrigens das Ricardo-Äquivalenz-Theorem über die Irrelevanz der Staatsverschuldung angesehen werden, vgl. Illing(1997)S.307f.: Wenn wegen (vorübergehend) niedrigeren Steuern die Staatsverschuldung erhöht wird, dann können die Individuen die gesparten Steuern für die Bildung von am Kapitalmarkt anzulegende Rücklagen verwenden, um die zukünftig entsprechend höheren Steuern ohne zusätzlichen Konsumverzicht erfüllen zu können. Allgemein gilt, daß sich durch staatliche oder unternehmerische Finanzierungsentscheidungen nichts erreichen läßt, was nicht auch Ergebnis privater Kapitalmarkttransaktionen sein könnte.

⁶⁶ Außer daß die Preisbildung ein von der Nachfrage unabhängiges Datum ist, muß noch vorausgesetzt werden, daß sich alle relevanten Kapitalmarktpositionen auch aufbauen lassen. Vgl. z.B. Wilhelm(1983) zu den entsprechenden Stichworten „Spanning“ und „Competivity“.

sierten Projekten identisch, und zwar unabhängig von der Gestalt der mehr oder weniger komplizierten internen Verflechtungsstrukturen.

Allerdings ist das Irrelevanztheorem von Modigliani/Miller nicht als zutreffende Beschreibung der Realität, sondern eher als von der Voraussetzung eines vollkommenen Kapitalmarktes ausgehender Nullpunkt der theoretische Analyse zu betrachten. So ist es mit dem Irrelevanztheorems z.B. nicht vereinbar, daß bei der Wahl der Kapitalstruktur branchen- und länderspezifische Besonderheiten beobachtet werden können. Ob die Marktwertsumme aller ausgegebenen Eigen- und Fremdkapitaltitel tatsächlich unabhängig vom Verschuldungsgrad ist, ist auch deshalb kaum empirisch überprüfbar, weil die Fremdkapitalfinanzierung zumindest in Deutschland statt durch an den Kapitalmärkten notierte Anleihen überwiegend mit Hilfe von Bankkrediten erfolgt, für die das jeweilige Insolvenzrisiko reflektierende Marktwerte nicht zur Verfügung stehen.

Die offensichtliche Relevanz von Finanzierungsentscheidungen wird heute überwiegend durch die Analyse von Anreizkonflikten und asymmetrischer Informationsverteilung zu erklären versucht. Die wichtigsten dieser Erklärungsansätze sollen im folgenden auf den Konzernfall übertragen werden. Ein weiterer Einflußfaktor ist die Unternehmensbesteuerung, die in einem späteren Kapitel betrachtet wird⁶⁷.

⁶⁷ Zu Steuern vgl. Teil 5 dieser Arbeit.

3.2 Principal - Agent - Probleme der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern

Hinsichtlich der Probleme der Eigenkapitalfinanzierung sollen im folgenden sowohl der Anreiz zur Reduzierung des Arbeitseinsatzes (Hidden Action) als auch das bei der Kapitalmarktfinanzierung wegen asymmetrischer Informationsverteilung entstehende Adverse Selection Problem (Hidden Information) jeweils zunächst kurz für den Standardfall skizziert und anschließend auf den Konzernfall erweitert werden. Ein geeigneter Bezugsrahmen für die Anreizprobleme im Konzern ist dabei durch eine sogenannte Multi Task Agency gegeben. Für den Fall einer adversen Selektion ergeben sich dagegen neue Aspekte aus den Signaleffekten bei der Börseneinführung von Konzerntöchtern.

3.2.1 Der Anreiz zur Reduzierung des Arbeitseinsatzes

3.2.1.1 Standardfall

Betrachtet werde eine Unternehmung, die von einem Agenten geleitet wird, der zugleich selber auch Aktionär ist. Im Rahmen der Beteiligungsfinanzierung werden jedoch auch Anteile an externe Eigenkapitalgeber veräußert. Ein Agent, der Gewinne mit den übrigen Anteilseignern teilen muß, wird im Vergleich zu dem Niveau, das ein Alleineigentümer realisieren würde, einen geringeren Arbeitseinsatz wählen bzw. Unternehmensressourcen verstärkt für die Verfolgung privater Konsumziele einsetzen⁶⁸. Dabei sind Reduzierung des Arbeitseinsatzes und Erhöhung des privaten Konsums hinsichtlich der ökonomischen Wirkung letztlich äquivalent, da der Agent in beiden Fällen einen privaten Nutzenvorteil auf Kosten der Unternehmenswertes erzielen kann. Um diese Äquivalenz im Modell abzubilden, wäre dazu lediglich der Arbeitseinsatz (Effort) e durch die Differenz $C_{\max} - C$ zwischen maximal möglichem Konsum C_{\max} und tatsächlich vom Agenten gewählten Konsumniveau C zu substituieren; mehr consumption on the job wirkt sich dann genauso aus wie ein geringerer Arbeitseinsatz.

⁶⁸ Häufig genannte Beispiele für den letzteren Fall sind luxuriöse Büroeinrichtungen, überwiegend privat genutzte Sportwagen als Firmenwagen oder Geschäftsreisen, die eher der Erholung dienen.

Bedeutsam aus ökonomischer Sicht ist weniger eine Bereicherung des Agenten auf Kosten der übrigen Anteilseigner, sondern das ineffizient niedrige Niveau des Arbeitseinsatzes bzw. die Fehlallokation der Unternehmensressourcen für private Konsumzwecken. Das Unternehmen verliert mehr an Wert, als der Agent an zusätzlichen Nutzenvorteilen erzielt. Soweit die induzierten Verhaltensanreize von rationalen externen Eigenkapitalgebern antizipiert werden, fallen die entstehenden Verluste in Form entsprechend geringerer Emissionserlöse letztlich wieder auf den Agenten zurück. Dieser kann jedoch einen Arbeitseinsatz auf effizientem Niveau nicht glaubwürdig versprechen. Das unbeobachtbare Niveau des Arbeitseinsatzes kann nicht Bestandteil des in dieser Hinsicht zwangsläufig unvollständigen Finanzierungsvertrages sein, sondern nur indirekt über Verhaltensanreize gesteuert werden.

Die Fehlanreize der Beteiligungsfinanzierung legen es nahe, das benötigte Kapital stattdessen als Fremdkapital aufzunehmen. Bei einem risikoaversen Agenten wäre der vollständige Verzicht auf die Beteiligungsfinanzierung jedoch nicht optimal, da dann keine Risikoteilung mehr zwischen Agent und externen Anlegern erfolgt. Das optimale Mix aus Beteiligungs- und Fremdkapitalfinanzierung ergibt sich aus einem trade-off zwischen den Vorteilen einer Risikoteilung mit externen Kapitalgebern bei der Beteiligungsfinanzierung und der geringeren Anreizverwässerung bei der Fremdkapitalfinanzierung. Im sogenannten LEN-Modell, daß im folgenden auf den Konzernfall erweitert werden soll, wird dieser Konflikt formal abgebildet. Dabei wird unterstellt, daß für das Fremdkapital keine Ausfallrisiken bestehen⁶⁹.

Eingeschränkt wird der Erklärungsgehalt eines solchen auf Verhaltensanreize abstellenden Modelles der optimalen Finanzierungspolitik dadurch, daß eine Beteiligung des Agenten am Unternehmen vorausgesetzt wird. An einer solchen Beteiligung könnte es etwa bei einer großen Publikumsaktiengesellschaft fehlen, die von angestellten Managern geleitet wird. Häufig ist dann jedoch aufgrund von erfolgsabhängigen Entlohnungskomponenten oder durch ein

⁶⁹ Bei möglichen Ausfallrisiken kann sich dagegen zusätzlich für den Agenten ein Anreiz ergeben, die Kreditgeber durch die Erhöhung des Projektrisikos zu schädigen, vgl. dazu Abschnitt 3.3.1.

Stock Options Programm⁷⁰ ebenfalls eine Gewinnbeteiligung gegeben. Bei einer ergebnisunabhängigen Entlohnung des Agenten bleibt die Irrelevanz der Teilungsregel dagegen bestehen, weil sich dann keine Anreizwirkungen ergeben. In diesem Fall kommt den im 4. Teil dieser Arbeit betrachteten Mitsprache- und Kontrollrechten der Kapitalgeber größere Bedeutung zu. Indirekt spielt die Teilungsregel allerdings auch hier insofern eine Rolle, weil die Art der Ausübung der Kontrollrechte von der Wahl zwischen Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung abhängt.

3.2.1.2 Der Konzern als Multi Task Agency

Die Aufgabe der Finanzierungspolitik eines nicht konzernverbundenen Unternehmens besteht im wesentlichen in der Festlegung eines geeigneten Verhältnisses zwischen Eigen- und Fremdkapital⁷¹. Demgegenüber erweitert die Konzernbildung den Gestaltungsspielraum der Finanzierungspolitik. Benötigt z.B. eine Tochtergesellschaft zusätzliches Eigenkapital, dann kann dieses Eigenkapital von der Muttergesellschaft auf den externen Kapitalmärkten beschafft und anschließend über eine Kapitalerhöhung an die Tochter weitergeleitet werden. Alternativ können aber auch im Rahmen einer Börseneinführung der Tochtergesellschaft unmittelbare Kapitalanteile an externe Investoren veräußert werden. Auch dann, wenn der konzernweite Verschuldungsgrad vorgegeben ist, kann also das Eigenkapital im Konzern in sich noch einmal unterschiedlich strukturiert sein.

Im folgenden soll ein Principal - Agent - theoretisches Modell entwickelt werden, aus dem sich eine optimale Struktur des Konzerneigenkapitals ableiten läßt. Der Agent übt gemäß § 18 AktG die „einheitliche Leitung“ der verschiedenen Konzerngesellschaften aus. Eine solche „einheitlichen Leitung“ mehrerer Unternehmen kann aus ökonomischer Sicht als sogenannte Multi Task Agency⁷² interpretiert werden. Diese neuere Erweiterung der Principal Agent

⁷⁰ Stock Options zeichnen sich dadurch aus, daß im Gegensatz zu einer sich direkt an den Aktienkursen orientierenden Entlohnung damit keine oder nur eine eingeschränkte Verlustbeteiligung verbunden ist. Dies kann damit erklärt werden, daß eine stärkere Risikobeteiligung des Managements eine übertrieben risikoabgeneigte Geschäftspolitik zur Folge haben kann, da an das Unternehmensrisiko auch Entwertungsrisiken des Humankapitals, welches häufig den Großteil des Managervermögens ausmachen wird, gekoppelt sind. Vgl. ausführlicher zu Stock Options und den Schwierigkeiten bei der Implementierung derartiger Entlohnungssysteme Knoll(1998).

⁷¹ Darüber hinaus kann aber z.B. auch die Fristigkeitsstruktur des Fremdkapitals unterschiedlich gestaltet werden.

⁷² Vgl. zu Multi Task Agencies Holmström/Milgrom(1991), Wagenhofer(1996), Rau-Bredow(1997). Auf das in der Arbeit von Holmström/Milgrom ebenfalls betrachtete Problem der Unbeobachtbarkeit des Ergebnisses wird in diesem Zusammenhang jedoch nicht eingegangen.

Theorie läßt sich unmittelbar auf die Konzernfinanzierung übertragen. Innerhalb einer solchen Multi Task Agency wird der Arbeitseinsatz des Agenten durch einen Vektor beschrieben, dessen Komponenten bei der hier intendierten Anwendung die auf die verschiedenen Konzerngesellschaften bezogenen Anstrengungen wiedergegeben.

Aufgrund einer entsprechend verallgemeinerten Kostenfunktion sind innerhalb einer solchen Multi Task Agency jeweils unterschiedliche Anstrengungen notwendig, um den Erfolg der verschiedenen Konzerngesellschaften zu erhöhen⁷³. Anschaulich läßt sich Bestimmung der optimalen Eigenkapitalstruktur auch durch die Betrachtung komparativer Agency Costs interpretieren: Eine Veränderung der Eigenkapitalstruktur führt dazu, daß der Agent an einigen Konzerngesellschaften weniger und an anderen stärker beteiligt wird, woraus sich entsprechende Auswirkungen auf die Verhaltensanreize ergeben. Das Optimum zeichnet sich dann dadurch aus, daß bei einer marginalen Veränderung der Eigenkapitalstruktur die gesamten Agency Costs konstant bleiben⁷⁴.

Der hierzu vorgestellte Ansatz besteht aus einer direkten Verallgemeinerung des LEN - Modells mit Hilfe der Matrizenrechnung auf den mehrdimensionalen Fall. Betrachtet wird ein Agent, der im Rahmen der Beteiligungsfinanzierung Minderheitenanteile an den verschiedenen Konzerngesellschaften an außenstehende Kapitalgeber veräußert⁷⁵. Bevor das Modell als solches vorgestellt wird, sind noch zwei Vorbemerkungen nötig.

3.2.1.3 Vermögensverlagerungen im Konzern

Im Konzernfall kann sich unabhängig von der privaten Arbeitsleidfunktion noch ein weiterer Anreizkonflikt ergeben. Wenn der Agent an den verschiedenen Konzerngesellschaften in unterschiedlicher Höhe beteiligt ist, dann ist für ihn ein Anreiz gegeben, Vermögen zwischen den verschiedenen Konzerngesellschaften zu verlagern⁷⁶. In solchen Fällen ist zu erwarten, daß Verrechnungspreise, Lizenzgebühren oder Pachtzinsen so gestaltet werden, daß jeweils

⁷³ Alternativ könnte auch unterstellt werden, daß die sich die Ressourcen der verschiedenen Unternehmen unterschiedlich gut für private Konsumzwecke verwenden lassen.

⁷⁴ Diese Interpretation wird jedoch im formalen Modell nicht direkt aufgegriffen.

⁷⁵ Eine Anwendungsmöglichkeit eines solchen Modells sind auch sogenannte „Tracking Stocks“, durch die ebenfalls eine Differenzierung der Beteiligungsstruktur erreicht werden kann, indem Kapitalgeber gezielt am Erfolg einzelner Konzerngesellschaften beteiligt werden. Vgl. zu derartigen „Geschäftsbereichsaktien“ Baums(1996), Brauer(1993), Steiner/Natusch(1996).

⁷⁶ Ein anderes Motiv für Vermögensverlagerungen könnte sich im Zusammenhang mit der Fremdkapitalfinanzierung, wenn kein Haftungsverbund besteht, daraus ergeben, den Gläubigern die Haftungsgrundlage zu entziehen, vgl. dazu Abschnitt 3.3.3.4.

dasjenige Unternehmen begünstigt wird, an dem der Agent einen relativ größeren Anteil hält. Im Extremfall würde – wenn dem nicht durch geeignete Rechtsmittel entgegengewirkt werden kann - für außenstehende Anteilseigner die Gefahr einer mehr oder weniger vollständigen Ausplünderung des Unternehmens bestehen.

Dieser Anreiz zu Vermögensverlagerungen scheint zunächst mit dem oben angeführten, bei der Beteiligungsfinanzierung entstehenden Anreiz, Unternehmensressourcen verstärkt zur Befriedigung privater Konsumwünsche zu verwenden, unmittelbar vergleichbar zu sein. Der Agent kann, wenn er Alleineigentümer derjenigen Gesellschaft ist, auf die das Vermögen verlagert wurde, das dorthin verlagerte Vermögen weitgehend unbegrenzt für seine privaten Konsumzwecke verwenden⁷⁷. Während es jedoch im herkömmlichen Fall prinzipiell unmöglich ist, die externen Kapitalgeber an den privaten Nutzenvorteilen des Agenten zu beteiligen, kann der Agent im hier betrachteten Fall auch Anteile an derjenigen Gesellschaft, die sich in seinem Alleinbesitz befindet, an außenstehende Kapitalgeber veräußern.

Für den Agenten besteht tatsächlich ein derartiges Interesse, wenn rationale Kapitalgeber den Anreiz zu Vermögensverlagerungen antizipieren und alle Effizienzverluste, die wegen einer durch solche Verlagerungen bedingten suboptimalen Allokation der Unternehmensressourcen entstehen, letztlich wieder auf ihn zurückfallen. Der Anreiz zu Vermögensverlagerungen würde nämlich vollständig verschwinden, wenn die Beteiligungsstruktur so gestaltet wird, daß der Agent und die sonstigen Anteilseigner jeweils einen gleich hohen Anteil an allen Gesellschaften halten. Die Finanzierungspolitik ist dann zwar nicht mehr irrelevant, durch eine gleichmäßige Beteiligungsstruktur läßt sich aber der hier betrachtete Fehlanreiz vollständig eliminieren.

Diese Aussage gilt jedoch zunächst nur unter der Voraussetzung allseitiger Risikoneutralität. Bei Risikoaversion kann sich aus den Erfordernissen einer optimalen Risikoallokation dagegen auch eine ungleichmäßige Beteiligungsstruktur ergeben, so daß sich aus einem trade-off zwischen optimaler Risikoallokation und dem betrachteten Anreizkonflikt insgesamt nur ein second-best Optimum erreichen läßt. Dieser Fall tritt jedoch nicht ein, wenn das Risikoverhalten durch eine μ, σ - Regel modelliert wird, weil dann als unmittelbare Folge des Separationstheorems von Tobin(1958) alle Anleger im Marktgleichgewicht einen Bruchteil des

⁷⁷ Zu beachten wären allerdings die einschlägigen Ausschüttungssperren, wenn auch Fremdkapital aufgenommen wurde.

Marktportfolios halten⁷⁸. Bei diesem Ergebnis ist eine gleichmäßige Beteiligungsstruktur, bei der kein Anreiz zu Vermögensverlagerungen entsteht, bereits aus Gründen einer optimalen Risikoallokation optimal. Um ein second-best Ergebnis zu erhalten, muß ein zusätzliches, auf den Arbeitseinsatz bezogenes Unbeobachtbarkeitsproblem eingeführt werden.

3.2.1.4 Effektive Beteiligungsquoten

Im Konzern kann eine Beteiligung an den Ergebnissen der Leistungsbereiche auch indirekt über zwischengeschaltete Unternehmen gegeben sein. Unter Anreizgesichtspunkten muß daher zwischen den hier mit b_i bezeichneten unmittelbaren Kapitalanteilen an den verschiedenen Konzerngesellschaften und den sich daraus ergebenden, sich auf die Leistungsbereiche beziehenden durchgerechneten bzw. effektiven Beteiligungsquoten, die mit c_i bezeichnet werden, unterschieden werden. Maßgebend für die Verhaltensanreize sind natürlich nur die effektiven Beteiligungsquoten. Mit Hilfe der bereits eingeführten Verflechtungsmatrizen ist im folgenden der rechnerische Zusammenhang zwischen unmittelbaren Kapitalanteilen b_i und effektiven Beteiligungsquoten c_i zu erläutern. Dabei zeigt sich, daß es mehrere Kombinationen aus einer Verflechtungsmatrix A mit einem die unmittelbaren Kapitalanteile wiedergebenden Vektor b gibt, die jeweils denselben Vektor c und damit identische Anreize induzieren.

Um den gesuchten Zusammenhang ermitteln zu können, muß auf die durch die Gleichungen (3.1-5) bzw. (3.1-6) in Abschnitt 3.1.2.2 gegebene Beziehung zwischen den gesamten Zahlungsüberschüssen y einschließlich der Beteiligungserträge und den ausschließlichen Überschüssen der Leistungsbereiche x zurückgegriffen werden. Die Summe der Zahlungsüberschüsse, die einem jeweils mit b_i an den gesamten Residualgewinnen der Unternehmung i beteiligten Agenten nach Abzug der annahmegemäß nicht ausfallbedrohten Verbindlichkeiten zugerechnet werden, ergibt sich dann wie folgt (mit t für transponiert):

⁷⁸ Wird das Risikoverhalten gemäß dem Bernoulli - Prinzip durch die Maximierung des Erwartungsnutzens modelliert, dann gilt die Tobin - Separation für Nutzenfunktionen der HARA - Klasse mit hyperbolischer absoluter Risikoaversion, vgl. Cass/Stiglitz(1970), Franke(1983). Auch durch bestimmte Verteilungsannahmen kann Separation erreicht werden, vgl. Ross(1978). Für einen allgemeinen Überblick zu den Separationstheoremen vgl. auch Kaserer(1993).

$$\begin{aligned}
(3.2-1) \quad \sum_{i=1}^n b_i (y_i - B_i) &= b^t (y - B) \\
&= b^t (I - A)^{-1} (x - B) \\
&= c^t (x - B) \\
&= \sum_{i=1}^n c_i (x_i - B_i)
\end{aligned}$$

Mit Hilfe der Verflechtungsmatrix A erhält man also in (transponierter) Vektorschreibweise folgenden Zusammenhang zwischen unmittelbaren Kapitalanteilen b und effektiven Beteiligungsquoten c :

$$(3.2-2) \quad c^t = b^t (I - A)^{-1}$$

Außenstehende Kapitalgeber sind, wenn der vom Agenten gehaltenen Kapitalanteils b und der Anteil anderer Konzerngesellschaften in Höhe von insgesamt $\sum_j a_{ji}$ berücksichtigt wird, an jedem Unternehmen i jeweils mit dem Kapitalanteil $1 - \sum_j a_{ji} - b_i$ beteiligt. Wegen (3.1-6) und (3.2-2) fließen den außenstehenden Kapitalgebern also insgesamt folgende Zahlungen zu:

$$\begin{aligned}
(3.2-3) \quad \sum_{i=1}^n (1 - \sum_{j=1}^n a_{ji} - b_i) (y_i - B_i) &= [\underline{1}^t (I - A) - b^t] (y - B) \\
&= (\underline{1} - c)^t (I - A) (y - B) \\
&= (\underline{1} - c)^t (x - B)
\end{aligned}$$

Dabei bezeichnet $\underline{1}$ wieder einen Vektor, bei dem in allen Komponenten eine 1 steht. Für die außenstehenden Kapitalgeber ergibt sich also der zum effektiven Beteiligungsvektor c des Agenten genau komplementäre Beteiligungsvektor $\underline{1} - c$, so daß unabhängig von den internen Verflechtungsstrukturen die nach Abzug des Rückzahlungsbetrages B verbleibenden Überschüsse $x_i - B_i$ der Leistungsbereiche immer vollständig zwischen Agent und außenstehenden Kapitalgebern aufgeteilt werden.

Ein bestimmter, unter Anreizgesichtspunkten als optimal erkannter effektiver Beteiligungsvektor c läßt sich offensichtlich gemäß (3.2-2) durch unterschiedliche Kombinationen aus einer Verflechtungsmatrix A und unmittelbaren Kapitalanteilen b_i erzeugen. Allerdings ist man in der Wahl von A nicht völlig frei. Beispielhaft sei unterstellt, theoretische Überlegungen hätten ergeben, daß der Agent im Optimum am Leistungsbereich des Unternehmens 1 effektiv mit $c_1 = 60\%$ und am Leistungsbereich des Unternehmens 2 mit $c_2 = 80\%$ zu beteiligen sei. Außerdem sei Unternehmen 1 mit $a_{12} = 70\%$ an Unternehmen 2 beteiligt. Gemäß (3.2-2) wären die b_i dann wie folgt zu wählen:

$$\begin{aligned}
 (3.2-4) \quad b^t &= c^t (I - A) \\
 &= (0,6; 0,8) \begin{pmatrix} 1 & -0,7 \\ 0 & 1 \end{pmatrix} \\
 &= (0,6; 0,38)
 \end{aligned}$$

Der Agent wäre also unmittelbar mit 60% an Unternehmen 1 und mit 38% an Unternehmen 2 zu beteiligen. Hieraus ergäbe sich ein durchgerechneter Anteil an Unternehmen 2 genau in Höhe von insgesamt $0,38 + 0,6 \cdot 0,7 = 80\% = c_2$. Das Problem ist aber, daß für eine 38% Beteiligung an Unternehmen 2 kein Raum verbleibt, wenn bereits 70% von Unternehmen 1 gehalten werden.

Man muß deshalb durch zusätzliche Restriktionen sicherstellen, daß weder die sich für den Agenten noch die sich komplementär für die übrigen Kapitalgeber ergebenden Kapitalanteile negativ werden können. Um einen vorgegebenen effektiven Beteiligungsvektor c zu erzeugen, sind also nur solche Verflechtungsmatrizen A erlaubt, die folgende Nichtnegativitätsbedingung erfüllen:

$$(3.2-5) \quad [c^t (I - A)]_i = b_i \geq 0$$

$$[(1 - c)^t (I - A)]_i = 1 - \sum_j a_{ji} - b_i \geq 0$$

Dabei bezeichnet der Index an der eckigen Klammer die entsprechende Komponente des Vektors innerhalb dieser Klammern. Die Nichtnegativitätsbedingung muß für alle Komponenten i erfüllt sein.

3.2.1.5 Die optimale Beteiligungsstruktur im Konzern

Nach den nunmehr erledigten Vorarbeiten kann die optimale Beteiligungsstruktur durch eine einfache Umformulierung des LEN⁷⁹-Modells von Spremann(1987) auf den mehrdimensionalen Fall ermittelt werden. Dazu sei angenommen, daß für alle i zwischen 1 und n die stochastischen Zahlungsüberschüsse x_i des Leistungsbereiches der Unternehmung i gegeben sind durch:

$$(3.2-6) \quad x_i = m_i + e_i + \varepsilon_i$$

Dabei ist m_i eine Konstante mit $m_i \geq 0$, e_i der auf den jeweiligen Leistungsbereich bezogene Arbeitseinsatz und ε_i eine normalverteilte Zufallsvariable mit Erwartungswert 0, d.h. der Erwartungswert der Zahlungsüberschüsse ist $E(x_i) = m_i + e_i$. Die Kovarianzmatrix der verschiedenen ε_i sei mit $\underline{\sigma}$ bezeichnet.

Das Modell beruht auf einer Arbeitsleid- bzw. Kostenfunktion des Agenten, die wie folgt in verallgemeinerter Form als quadratische Funktion gegeben ist:

$$(3.2-7) \quad K(e) = 0,5 \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n k_{ij} e_i e_j = 0,5 e^t K e$$

⁷⁹ LEN steht für linearen Entlohnungsvertrag, exponentielle Nutzenfunktion und normalverteilte Zahlungsüberschüsse. Ein linearer Entlohnungsvertrag folgt hier direkt aus der Kombination von Beteiligungsfinanzierung und annahmegemäß nicht ausfallbedrohter Fremdkapitalfinanzierung, wobei sich ein gewisses, häufig aber in Kauf genommenes Spannungsverhältnis zwischen als nicht gegeben unterstellten Ausfallrisiken des Fremdkapitals und der Normalverteilungshypothese ergibt, da die Ergebnisse bei Normalverteilung beliebig stark negativ werden können. Dagegen erweist sich die Annahme eines linearen Entlohnungsvertrages als weniger einschränkend, da auch dann, wenn nichtlineare Anreizverträge möglich sind, sich ein linearer Vertrag unter bestimmten Annahmen (Brownscher Prozeß mit kontinuierlicher Wahl des dann aber tatsächlich konstanten Arbeitseinsatzes) als optimal nachweisen läßt, vgl. Holmström/Milgrom(1987).

Jedem Aktionsvektor e wird durch diese Kostenfunktion eine reelle Zahl zugeordnet, wobei k_{ij} die Elemente einer symmetrischen⁸⁰ und annahmegemäß invertierbaren Kostenmatrix K sind.

Unterstellt wird ein mit r konstant risikoaverser Agent, so daß sich der Risikoabschlag wegen der vorausgesetzten Normalverteilung aus dem Produkt von $r/2$ mit der Varianz der dem Agenten zugerechneten Rückflüsse ergibt. Der jeweils mit der effektiven Beteiligungsquote c_i an den Leistungsbereichen beteiligte Agent maximiert also nach Abzug der Kostenfunktion und des Risikoabschlages vom Erwartungswert das sich wie folgt ergebende Sicherheitsäquivalent:

$$(3.2-8) \quad E[c^t (x - B)] - 0,5 e^t K e - 0,5 r c^t \underline{\sigma} c$$

Durch Nullsetzen der partiellen Ableitungen von (3.2-8) nach den einzelnen c_i erhält man folgende Anreizbedingung, die in Abhängigkeit vom Beteiligungsvektor c den vom Agenten gewählten Aktionsvektor e bestimmt:

$$(3.2-9) \quad 0 = K e - c$$

$$\Leftrightarrow \quad e = K^{-1} c$$

Von annahmegemäß risikoneutralen außenstehenden Kapitalgebern (Prinzipalen) wird (zusätzlich zu der vom Agenten investierten Summe) die Investitionssumme I_P entweder als Eigen- oder als Fremdkapital zur Verfügung gestellt. Die Fremdkapitalgeber erhalten eine sichere Rückzahlung in Höhe der Summe der Rückzahlungsbeträge $\sum_i B_i = \underline{1}^t B$, während die Eigenkapitalgeber gemäß Gleichung (3.2-3) jeweils effektiv mit $1 - c_i$ an den Nettoüberschüssen $x_i - B_i$ der Leistungsbereiche beteiligt sind. Der Erwartungswert dieser Anwartschaften muß mit der von den außenstehenden Kapitalgebern bereitgestellten Investitionssumme I_P , die mit dem Zins i für risikolose Anlagen aufzuzinsen ist, übereinstimmen, so daß bei der externen Kapitalbeschaffung also folgende Restriktion zu beachten ist:

⁸⁰ Symmetrie bedeutet $k_{ij} = k_{ji}$ für beliebige i und j .

$$(3.2-10) \quad E[(\underline{1} - c)^t (x - B) + \underline{1}^t B] = I_P (1 + i)$$

$$\Leftrightarrow \quad E[c^t (x - B)] = E(\underline{1}^t x) - I_P (1 + i)$$

Substituiert man zunächst diesen Ausdruck in der durch gegebenen (3.2-8) Zielfunktion des Agenten und anschließend $E(\underline{1}^t x) = \underline{1}^t (m + e)$ sowie $e = K^{-1} c$ gemäß (3.2-6) und (3.2-9), dann ergibt sich:

$$(3.2-11) \quad \underline{1}^t (m + K^{-1}c) - 0,5 c^t K^{-1} c - 0,5 r c^t \underline{\sigma} c - I_P (1 + i)$$

Durch Nullsetzen der partiellen Ableitungen nach c_i ergibt sich unmittelbar aus einer elementaren Rechnung, daß dieser Ausdruck für folgenden Beteiligungsvektor c maximal wird:

$$(3.2-12) \quad c = (I + r K \underline{\sigma})^{-1} \underline{1}$$

Es ist also eine solche Eigenkapitalstruktur zu wählen, aus der sich für den konzernleitenden Agenten die durch (3.2-12) bestimmten effektiven Beteiligungsquoten c_i ergeben. Aus den c_i lassen sich die Erwartungswerte $E(x_i)$ der Zahlungsüberschüsse der Leistungsbereiche mit Hilfe der Gleichungen (3.2-6) und (3.2-9) unmittelbar bestimmen; unter Verwendung von Gleichung (3.1-6) und der Verflechtungskoeffizienten a_{ji} ergeben sich hieraus für die verschiedenen Konzerngesellschaften die Erwartungswerte $E(y_i - B_i)$ der gesamten Residualgewinne einschließlich der von anderen Gesellschaften zufließenden Beteiligungserträge.

Zu beachten ist, daß diese Lösung bezüglich der Finanzierungspolitik in zweifacher Hinsicht Freiheitsgrade offenläßt. Zunächst können wie erwähnt unterschiedliche Verflechtungsmatrizen A gewählt werden, solange dabei die oben durch (3.2-5) gegebenen Nichtnegativitätsbedingungen beachtet werden. Die unmittelbaren Kapitalanteile des Agenten an den verschiedenen Konzerngesellschaften berechnen sich dann gemäß (3.2-2) jeweils zu $b^t = c^t (I - A)$, komplementär sind damit auch die Beteiligungshöhen $1 - \sum_j a_{ji} - b_i$ der außenstehenden Kapitalgeber bestimmt. Außerdem wird durch die Kapitalmarktrestriktion (3.2-10) nur die gewichtete Summe $c^t B = \sum_i c_i B_i$, nicht aber die einzelnen von den Unternehmen jeweils geschuldeten Rückzahlungsbeträge B_i bestimmt. Es gibt mehrere Vektoren B , für die diese Restriktion bei vorgegebenem Vektor c erfüllt ist. Der Grund für diese Mehrdeutigkeit liegt darin, daß bei diesen Modellansatz für das Fremdkapital annahmegemäß keine Ausfallrisiken bestehen, so

daß es letztlich auch keine Rolle spielt, durch welche Konzerngesellschaften das benötigte Fremdkapital aufgenommen wird, um ein bestimmtes Fixum an die außenstehenden Kapitalgeber zu zahlen.

Der optimale effektive Beteiligungsvektor c ist von der Kovarianzmatrix $\underline{\sigma}$, der Kostenmatrix K und von der Risikoaversion r des Agenten abhängig. Wie im herkömmlichen LEN-Modell, das in diesem Ergebnis unmittelbar als eindimensionaler Spezialfall enthalten ist, beteiligt ein risikoneutraler Agent keine externen Eigenkapitalgeber an den Ergebnissen und finanziert sich ausschließlich durch Fremdkapital, d.h. aus $r = 0$ folgt $c = \underline{1}$. Betrachtet man den Sonderfall, daß es sich bei der Kostenmatrix K und der Kovarianzmatrix $\underline{\sigma}$ jeweils um Diagonalmatrizen handelt, dann sind die Komponenten des optimalen Beteiligungsvektors c explizit durch $c_i = 1/(1 + r k_{ii} \sigma_i^2)$ gegeben. Ein risikoaverser Agent ist dann am Erfolg des Leistungsbereiches i umso weniger beteiligt, je größer die entsprechende Varianz σ_i^2 der Zahlungsüberschüsse ausfällt. Eine geringere Erfolgsbeteiligung ergibt sich außerdem bei einem größeren Koeffizienten k_{ii} , also bei einem größeren marginalen Arbeitsleid.

Der Agent ist also an solchen Leistungsbereichen relativ stärker zu beteiligen, bezogen auf die ein höherer Arbeitseinsatz mit geringeren Nutzeneinbußen verbunden ist, d.h. das Entlohnungssystem soll den Agenten zu einer möglichst effizienten Verwendung seiner Arbeitskraft anhalten. Der Vorteil der Konzernbildung liegt darin, daß eine solche Differenzierung der Beteiligungshöhen in einer rechtseinheitlichen Unternehmung nicht möglich wäre. Dieser Vorteil besteht auch dann, wenn im allgemeinen Fall nicht alle Kovarianzen verschwinden und/oder das marginale Arbeitsleid wegen $k_{ij} > 0$ für $i \neq j$ auch von den auf andere Leistungsbereiche j bezogenen Arbeitseinsätzen abhängig ist und wegen der sich ergebenden Interdependenzen der Einfluß einzelner Parameter nicht mehr unmittelbar aus (3.2-12) ersichtlich ist.

Vereinfachend wurde bei den obigen Rechnungen vorausgesetzt, daß die als externe Kapitalgeber fungierenden Prinzipale jeweils risikoneutral sind. Eine solche Annahme könnte damit begründet werden, daß der Agent deshalb risikoavers ist, weil mit den Unternehmensrisiken auch Entwertungsrisiken seines Humankapitals verbunden sind, während die Prinzipale über sehr weitgehende Diversifikationsmöglichkeiten verfügen. Ginge man stattdessen davon aus, daß auch die Prinzipale risikoavers sind, dann würde der Agent schon aus Gründen einer optimalen Risikoallokation kein ergebnisunabhängiges Fixum mehr beziehen, sondern ebenfalls an den Risiken beteiligt werden. Auch dann wäre ein optimales Anreizsystem jedoch dadurch

gekennzeichnet, daß die optimale Risikoallokation in Richtung einer stärker an den Erfolg gekoppelten Entlohnung des Agenten abgewandelt wird. Dies wäre das Ergebnis einer möglichen, hier aber nicht durchgeführten Modellerweiterung, wenn in der Kapitalmarktrestriktion (3.2-10) zusätzlich auch für die Prinzipale anzusetzende Risikoabschläge berücksichtigt werden. Ein echtes neues Problem ergibt sich jedoch dann, wenn der Anreiz des Agenten betrachtet wird, das Entlohnungssystem durch geeignete Kapitalmarkttransaktionen ex post wieder zu neutralisieren.

3.2.1.6 Beschränkung des Kapitalmarktzuganges des Agenten

Das angesprochene Problem besteht darin, daß immer dann, wenn ein hinsichtlich der Risikoallokation nicht optimales Entlohnungssystem implementiert wird, es für den Agenten vorteilhaft ist, die gesetzten Anreize durch nachträglichen Kapitalmarkthandel wieder zu neutralisieren. Nimmt man z.B. an, daß außer dem Agenten alle Kapitalmarktteilnehmer risikoneutral sind, dann werden auf dem Kapitalmarkt alle Finanztitel gemäß dem Erwartungswert der auf sie entfallenden Zahlungsrückflüsse bewertet. Ein risikoaverser Agent, der wegen der dadurch induzierten positiven Verhaltensanreize an den Residualgewinnen beteiligt wird, wird dagegen vom Erwartungswert einen Risikoabschlag in Abzug bringen. Für den Agenten ist es daher lohnend, seine Ansprüche auf die Residualgewinne zu einem sich am entsprechenden Erwartungswert orientierenden Preis auf dem Kapitalmarkt zu veräußern und vom Erlös risikolose Fremdkapitaltitel zu erwerben. Im Endeffekt ist er dann überhaupt nicht mehr am Erfolg beteiligt. Auch bei anderen Annahmen über die individuellen Risikoeinstellungen der Marktteilnehmer wird ein nachträglicher Kapitalmarkthandel stattfinden, wobei das Endergebnis immer die Bedingungen für eine optimale Risikoallokation erfüllt.

Selbst dann, wenn den Kapitalmarktteilnehmer bewußt ist, daß durch einen solchen nachträglichen Handel die Anreize wieder konterkariert werden, wird der einzelne Marktteilnehmer die von seiner individuellen Teilnahme ausgehenden negativen Wirkungen möglicherweise als nur marginal einschätzen, wobei darüber hinaus die Konsequenzen der Anreizverwässerung von allen gemeinsam getragen werden müssen. Soweit jedenfalls ein solcher nachträglicher Kapitalmarkthandel nicht irgendwie eingeschränkt werden kann, ist natürlich nur das sich schließlich einstellende Endergebnis für die auf den Agenten wirkenden Verhaltensanrei-

ze maßgebend. Hieraus folgt aber, daß Anreizsysteme, die mit den Erfordernissen einer optimalen Risikoallokation nicht kompatibel sind, nicht implementiert werden können⁸¹.

Die einzige Alternative hierzu würde darin bestehen, die Beteiligungsfinanzierung vollständig zu verbieten und nur (annahmegemäß risikolose) Fremdkapitalfinanzierung zuzulassen⁸². In diesem Fall werden zwar optimale Anreize vermittelt; da der Agent dann jedoch immer das gesamte Risiko trägt, wäre eine solche Lösung zugleich auch mit dem vollständigen Verzicht auf die Vorteile der Risikodiversifikation verbunden. Insgesamt wird also ein ganzes Kontinuum theoretisch möglicher Entlohnungsverträge auf lediglich zwei Extremfälle eingeschränkt: Es können nur alternativ entweder optimale Anreize vermittelt oder eine optimale Risikoallokation erreicht werden. Diese Verschlechterung gegenüber dem herkömmlichen second-best Szenario der Agency Theorie kennzeichnet Breuer(1993)S.262 als eine third-best Situation.

Als Ausweg aus diesem Dilemma schlägt Breuer die Zwischenschaltung eines Intermediärs vor, der mit dem Agenten eine bestimmte Teilungsregel vereinbart und sich am Kapitalmarkt refinanziert⁸³. Dazu wird eine Modellwelt betrachtet, in welcher der nachträgliche Kapitalmarkthandel ausgeschlossen werden kann, weil für den Agenten nur der Intermediär als Vertragspartner in Frage kommt⁸⁴, wobei der Intermediär zugleich Risiken über den Kapitalmarkt diversifizieren kann. Breuer entwickelt damit ein alternatives Modell der Finanzintermediation, bei dem die Agenten durch Verhaltensanreize gesteuert werden und das im Gegensatz zum Ansatz von Diamond(1984) keine Kontrolltechnologie voraussetzt⁸⁵. Ein direkter Bezug zu in der Praxis auftretenden Intermediären wie z.B. Banken oder auch Holdinggesellschaften wird allerdings nicht hergestellt. Das von Breuer entwickelte Modell könnte derart mit den hier betrachteten Multi Task Agencies kombiniert werden, daß die sich über einen Intermediär finanzierenden Agenten gleichzeitig mit mehreren Investitionsprojekten betraut werden. Derartige Weiterentwicklungen sollen hier jedoch nicht weiter verfolgt werden.

⁸¹ Vgl. entsprechend zur Irrelevanz von Anreizverträgen Neus(1989)S.194ff.

⁸² Vgl. Breuer(1993)S.284., Neus(1989)S.215f.

⁸³ Vgl. Breuer(1993)S.287ff.

⁸⁴ Breuer geht dabei vom allgemeineren Fall aus, daß der Agent möglicherweise auch von mehr als einem Intermediär (für die Breuer die Bezeichnung Finanz - Produzenten verwendet) betreut wird. Die Möglichkeit, daß der Agent an den Finanz - Produzenten vorbei am Kapitalmarkt handelt, wird als nicht gegeben unterstellt.

⁸⁵ Vgl. zur Anwendung des Diamond-Ansatzes oben Abschnitt 2.2.3.

3.2.2 Signalling und Unterinvestitionsprobleme bei Alteigner/Neueigner-Konflikten

3.2.2.1 Signalwirkungen von Kapitalerhöhungen

Dem bisher betrachteten Problem einer Reduzierung des Arbeitseinsatzes kann das Problem einer sich auf den Qualitätstyp der Unternehmung beziehenden asymmetrischen Informationsverteilung gegenübergestellt werden. Statt des „hidden action“ Falles wird nun also der „hidden information“ Fall betrachtet⁸⁶. Im folgenden soll aus theoretischer Sicht mit Hilfe der Signalling-Theorie kurz erläutert werden, warum Kapitalerhöhungen mit negativen Kursreaktionen verbunden sein können⁸⁷ und auf das damit verbundene Unterinvestitionsproblem hingewiesen werden. Eine Erweiterung auf den Konzernfall schließt sich an.

In Anlehnung an die grundlegende Arbeit von Myers/Majluf(1984) wird dazu ein Alteigner/Neueigner Konflikt betrachtet, der entsteht, wenn zur Finanzierung einer Ergänzungsinvestition neue Beteiligungstitel ausgegeben werden sollen. Die asymmetrische Informationsverteilung bezieht sich dabei nur auf das bisherige Nettovermögen (nach Abzug der Verbindlichkeiten): Der von der Ausprägung einer Zufallsvariablen θ abhängige wahre Unternehmenswert $UW(\theta)$ kann ausschließlich von den Managern, die hier annahmegemäß im Interesse der Alteigner handeln, beobachtet werden. Als allgemein bekannt dagegen wird unterstellt, daß der Barwert der Rückflüsse aus der geplanten Ergänzungsinvestition durch z und bei einer Investitionssumme I der Kapitalwert somit durch $-I + z > 0$ gegeben ist.

Wenn die Ergänzungsinvestition durch eine Kapitalerhöhung finanziert wird, dann sinkt der Kapitalanteil der bisherigen Anteilseigner von vorher 1 auf einen Wert $c < 1$. Dabei ist c so zu wählen, daß der Emissionserlös der jungen Aktien genau mit der von den Neueignern beizubringenden Investitionssumme I übereinstimmt. Wenn der Markt bei der Kapitalerhöhung davon ausgeht, daß der Unternehmenswert (ohne Berücksichtigung der Ergänzungsinvestition) mit P anzusetzen ist, dann ergibt sich, da auf die jungen Aktien insgesamt der Kapitalanteil $1 - c$ entfällt, folgende Restriktion:

$$(3.2-13) \quad I = (1 - c) (P + z)$$

⁸⁶ Vgl. allgemein zur Signalisierung bei asymmetrischer Information auch Harris/Raviv(1991)S:306ff., Swoboda(1994)S.197ff.

⁸⁷ Zumindest für die USA konnte eine negative Kursreaktion durch empirische Untersuchungen bestätigt werden, vgl. Asquith/Mullins(1986), Masulis/Korwar(1986), Mikkelson/Partch(1986). Für Deutschland sind die Verhältnisse dagegen nicht ganz so eindeutig, vgl. Brakmann(1993), Padberg(1995), Bollinger(1997).

Für die Alteigner lohnt sich die Ergänzungsinvestition jedoch nicht, wenn dadurch der Wert ihrer Anteile sinkt:

$$(3.2-14) \quad c(UW(\theta) + z) < UW(\theta)$$

$$\Leftrightarrow \quad z < (1-c)(UW(\theta) + z)$$

Subtrahiert man jeweils gemäß (3.2-13) auf beiden Seiten, dann erhält man:

$$(3.2-15) \quad -I + z < (1-c)(UW(\theta) - P)$$

Hier sind auf der rechten Seite die auf den Kapitalanteil der jungen Aktien zu beziehenden Adverse Selection Costs angegeben, die einem wegen $UW(\theta) > P$ an der Börse unterbewerteten Unternehmen deshalb entstehen, weil die jungen Aktien zu günstig abgegeben werden. Für die Alteigner lohnt sich die Ergänzungsinvestition dann nicht, wenn diese Adverse Selection Costs größer sind als der annahmegemäß positive Kapitalwert auf der linken Seite. Es entsteht dann ein Unterinvestitionsproblem⁸⁸.

Zugleich führt die Ankündigung einer Kapitalerhöhung zu einer negativen Kursreaktion. Da die jungen Aktien zu genau fairen Bedingungen emittiert werden⁸⁹ und der Kapitalwert der Ergänzungsinvestition daher in voller Höhe den Alteignern zugerechnet wird, wird das Unternehmen nach der Ankündigung einer Kapitalerhöhung mit $P - I + z$ bewertet⁹⁰. Ex ante, bevor eine Kapitalerhöhung angekündigt wird, ist die Marktbewertung dagegen durch einen Mittelwert aus $P + I - z$ und solchen Ausprägungen von $UW(\theta)$ gegeben, bei denen sich die Durchführung der Ergänzungsinvestition nicht lohnt und deshalb auch keine Kapitalerhöhung durchgeführt wird. Aus Gleichung (3.2-15) folgt aber wegen $-I + z > 0$, daß bei einem Verzicht auf die Ergänzungsinvestition $UW(\theta) > P - I + z$ gilt. Deshalb muß der ex ante Mittelwert größer sein als die ex post Bewertung $P + I - z$. Die Ankündigung einer Kapitalerhö-

⁸⁸ Hieraus wird die sogenannte Pecking Order Theorie abgeleitet, wonach zur Finanzierung neuer Projekte der Reihe nach auf Gewinnrücklagen, externes Fremdkapital und dann erst auf externes Eigenkapital zurückgegriffen wird, vgl. Myers(1990).

⁸⁹ D.h. der Emissionserlös stimmt mit dem Marktwert der neu ausgegebenen Aktien genau überein

⁹⁰ Aus Gleichung (3.2-13) folgt, daß der Marktwert aller alten Aktien nach Durchführung der angekündigten Kapitalerhöhung $c(P + z) = P + z - I$ betragen wird.

hung offenbart die schlechte Nachricht, daß es sich nicht um ein überdurchschnittlich gutes, von prohibitiven Adverse Selection Costs betroffenes Unternehmen handelt.

Dieses Ergebnis beruht auf mehreren Voraussetzungen. Vorausgesetzt werden muß zunächst, daß sich kein umfassendes Pooling-Gleichgewicht einstellt, in dem alle Unternehmen die Ergänzungsinvestition durchführen. Da die Klasse der auf die Ergänzungsinvestition verzichtenden Unternehmen sonst leer wäre, würde dann durch die Ankündigung einer Kapitalerhöhung auch keine Information über den Qualitätstyp offenbart werden. Kritisch erscheint auch, daß sich die asymmetrische Informationsverteilung nicht auf die Ergänzungsinvestition bezieht, da andernfalls eine Kapitalerhöhung ein positives, mit Kurssteigerungen verbundenes Signal dafür sein könnte, daß die Unternehmung über profitable Investitionsmöglichkeiten verfügt⁹¹. Wenn man die Annahme eines positiven Kapitalwertes der Ergänzungsinvestition aufgibt, dann ist umgekehrt aber auch nicht auszuschließen, daß die von einem überbewerteten Unternehmen durch eine Kapitalerhöhung günstig beschafften Mittel zur Durchführung von unprofitablen, nicht im Aktionärsinteresse liegenden Projekten verwendet werden.

Aus dem breiten Spektrum möglicher Modellergebnisse sei ein extremes Beispiel herausgegriffen, in welchem überhaupt kein Gleichgewicht existiert⁹². Betrachtet werden zwei Unternehmen, deren Nettovermögen jeweils 100 Geldeinheiten (GE) beträgt und die beide zusätzlich 60 GE investieren können. Unterschiede sollen nur hinsichtlich der Zahlungsrückflüsse der Ergänzungsinvestition bestehen, deren Barwert bei Typ A 80 GE und bei Typ B 54 GE beträgt. Der Markt kann die Typen A und B nicht unterscheiden und ordnet beiden Fällen die a priori Wahrscheinlichkeit 50% zu.

Zunächst kann kein separiertes Gleichgewicht existieren, in welchem nur Typ A investiert. Um die 60 GE aufzubringen, müßte von Typ A ein Kapitalanteil in Höhe von $60/(100 + 80) = 1/3$ an neue Investoren zu veräußert werden⁹³. Für Typ B würde es sich dann aber lohnen, Typ A zu imitieren und ebenfalls 60 GE zu identischen Konditionen aufzunehmen, da ein den Alteignern verbleibender Kapitalanteil in Höhe von $2/3$ an einem Unternehmen, dessen wahrer Wert $100 + 54 = 154$ GE beträgt, mehr wert ist als die ursprünglichen 100 GE. Der Kapi-

⁹¹ Vgl. z.B. Cooney/Kalay(1993).

⁹² Vgl. für ein ähnliches Beispiel in einem Versicherungsmarkt Rothschild/Stiglitz(1976).

⁹³ Die Kapitalerhöhung führt hierbei wegen der sich auf die Ergänzungsinvestition beziehenden Informationsasymmetrie zu steigenden(!) Kursen. Vor der Kapitalerhöhung ist die Bewertung unter Berücksichtigung der Erwartung, daß nur Typ A investiert, durch den Mittelwert $(100 - 60 + 80)*0,5 + 100*0,5 = 110$ gegeben. Mit der Ankündigung einer Kapitalerhöhung offenbart sich Typ A und die Marktbewertung steigt auf 120.

talmarkt wird in der Folge seine Erwartungen anpassen und in einem Pooling-Gleichgewicht den Wert der kapitalnachfragenden Unternehmen mit durchschnittlich $100 + (80 + 54) \cdot 0,5 = 167$ ansetzen. Jetzt muß also der höhere Kapitalanteil $60/167$ abgegeben werden, damit neue Investoren 60 GE bereitstellen. Wegen $(1 - 60/167) 180 > 100$ und $(1 - 60/167) 154 < 100$ fragt dann aber nur Typ A, nicht aber Typ B neues Kapital nach. Sobald wiederum der Markt seine Erwartungen revidiert, beginnt der ganze Prozeß von vorn.

3.2.2.2 Signalling beim Going Public von Konzerntöchtern: Das Modell von Nanda(1991)

Ziel der folgenden Überlegungen ist es, aus der Perspektive der Signalling-Theorie die sich bei der auch als Equity Carve Out bezeichneten erstmaligen Börseneinführung von Konzerntöchtern für die Muttergesellschaft ergebenden Kursreaktionen zu analysieren⁹⁴. Die Grundidee dabei ist, daß mit einem solchen „Ausmeißeln“ von Eigenkapital insbesondere für von den Kapitalmärkten zu niedrig bewertete Konzerne eine lohnende alternative Finanzierungsmöglichkeit gegeben sein könnte, ohne die wegen prohibitiver Adverse Selection Costs auf die Durchführung neuer lohnender Projekte verzichtet werden müßte. Die Börseneinführung von Konzerntöchtern erscheint also gerade für überdurchschnittlich gute, von den Kapitalmärkten bisher nicht angemessen bewertete Unternehmen lohnend. Zu untersuchen ist deshalb, ob eine solche Maßnahme aus theoretischer Sicht zu positiven Kursreaktionen führt und ob damit zugleich tatsächlich das Unterinvestitionsproblem beseitigt werden kann. Dazu ist zunächst auf die von Nanda(1991) vorgenommene Erweiterung des Modells von Myers/Majluf einzugehen.

Nanda geht davon aus, daß der Wert des bei der Mutter - ohne Berücksichtigung der Beteiligung an der Tochtergesellschaft - und des bei der Tochter vorhandenen Nettovermögens jeweils entweder H für „High“ oder L für „Low“ beträgt. Kombination führt also zu insgesamt 4 verschiedenen möglichen Typausprägungen. In einem Gleichgewicht wird jedem dieser 4 Typen eine von drei möglichen Strategien zugeordnet, wobei die einzelnen Strategien von Nanda jeweils mit bestimmten Buchstaben bezeichnet werden: „C“ steht für eine Kapitalerhöhung bei der Muttergesellschaft (Consolidated Corporation), „S“ für einen

⁹⁴ Zu den sonstigen Konsequenzen der Börseneinführung von Konzerntöchtern vgl. Abschnitt 2.1.

Going Public der Tochtergesellschaft (Subsidiary) und „O“ für die Unterlassensalternative. Durch Zuordnung einer dieser 3 Strategien an jede der 4 möglichen Typausprägungen erhält man also insgesamt $3^4 = 81$ Gleichgewichtskandidaten.

Für jeden Gleichgewichtskandidaten ist zu überprüfen, ob tatsächlich bei keiner Ausprägung ein Anreiz gegeben ist, von der jeweils zugeordneten Finanzierungsstrategie abzuweichen. Dabei ergeben sich zunächst aus den entsprechenden Durchschnittswerten derjenigen Unternehmen, die den Kapitalmarkt entweder über eine Kapitalerhöhung der Muttergesellschaft oder ein Going Public der Tochtergesellschaft in Anspruch nehmen, jeweils implizit die Marktbewertungen der Mutter bzw. der Tochter. Diese Marktbewertungen sind umgekehrt maßgebend dafür, welche Finanzierungsform optimal ist. Die Arbeit von Nanda besteht hauptsächlich aus dem Nachweis, daß nur in 5 von den insgesamt 81 Fällen ein Gleichgewicht bestehen kann, wobei die Gleichgewichtsfälle wie folgt beschrieben werden: Die vier möglichen Typausprägungen werden, wenn der erste bzw. zweite Buchstabe jeweils der Mutter bzw. Tochter die Qualität „High“ bzw. „Low“ zuordnet, durch HH, HL, LH, LL gekennzeichnet. Wird in dieser Reihenfolge jedem Typ jeweils eine bestimmte Strategie zugeordnet, dann sind CSCC, OSCC, OSOC, SSCS, und OSOS die möglichen Gleichgewichtsfälle.

Die konkrete Herleitung dieser Gleichgewichte soll hier nicht im einzelnen wiederholt werden und dazu auf die Originalarbeit von Nanda(1991) verwiesen werden. Man kann aber leicht zeigen, daß davon in den 4 zuerst angegebenen Fällen ein Equity Carve Out ein positives Qualitätssignal ist. Betrachtet man zunächst nur die ersten 3 Fälle, dann wird ein Equity Carve Out jeweils ausschließlich durch Typ HL durchgeführt, womit durch das Equity Carve Out zugleich auch die Typausprägung HL dem Kapitalmarkt eindeutig offenbart wird. Bei Typ HL handelt es sich aber um ein überdurchschnittlich gutes Unternehmen, wenn man mit Nanda(1991)S.1720 von der Voraussetzung ausgeht, daß die Mutter über mehr Vermögen verfügt als die Tochter und somit auch die Qualitätskategorie der Mutter stärker ins Gewicht fällt. Schließlich wird im vierten Fall, also im Gleichgewicht SSCS, nur bei der Typausprägung LH kein Equity Carve Out durchgeführt, wobei es sich, weil die niedrige Qualität der Mutter die hohe Qualität der Tochter überkompensiert, um ein Unternehmen mit insgesamt unterdurchschnittlicher Qualität handelt. Die durch ein Equity Carve Out offenbarte Nachricht, daß es sich nicht um Typ LH handelt, ist also positiv zu bewerten.

Dagegen ist im zuletzt angegebenen Gleichgewicht OSOS ein Going Public der Konzern- tochter mit einer negativen Kursreaktion verbunden. In diesem Fall wird ein Equity Carve Out bei den Ausprägungen HL und LL durchgeführt, so daß der Kapitalmarkt dabei von einer ins- gesamt durchschnittlichen Qualität der Mutter und einer niedrigen Qualität der Tochter, also im Ergebnis von einem Unternehmen mit unterdurchschnittlicher Qualität ausgehen wird. Dieses Gleichgewicht weist allerdings ein von Nanda nicht beachtetes Problem auf, das mit den Annahmen über die out-of-equilibrium-beliefs zusammenhängt.

Im Gleichgewicht OSOS wählt kein Unternehmen die Strategie „C“. Da also nie eine Kapital- erhöhung von der Muttergesellschaft durchgeführt wird, läßt sich aus diesem Gleichgewicht auch keine implizite Marktbewertung der Mutter ableiten. Es ist unklar, mit welcher Markt- bewertung ein Unternehmen rechnen muß, wenn es abweichend vom Gleichgewicht dennoch die Strategie „C“ wählt. Solange aber die entsprechenden out-of-equilibrium-beliefs des Marktes nicht extrem pessimistisch ausfallen⁹⁵, wäre genau ein solcher Anreiz für Typ LL gegeben, weil dieser Typ dann von einem Tarnungsvorteil profitieren könnte. Das Gleichge- wicht OSOS sieht dagegen vor, daß Typ LL zusammen mit Typ HL ein Equity Carve Out durchführt. Die Tochter würde dabei also vom Kapitalmarkt zutreffend mit „Low“ bewertet werden, so daß dann kein Tarnungsvorteil gegeben ist. Geht man aufgrund dieser Überlegung davon aus, daß OSOS kein stabiles Gleichgewicht sein kann, dann verbleiben nur noch 4 mögliche Gleichgewichtsfälle, in denen dann ein Going Public einer Konzerntochter immer ein positives Signal ist.

⁹⁵ Für ein einfaches und instruktives Beispiel zu den Konsequenzen der out of equilibrium beliefs vgl. Rasmu- sen(1994)S.151. Ein plausible Annahme wären sogenannte passive conjectures, d.h. bei der Wahl einer im Gleichgewicht nicht vorgesehenen Strategie wird von der sich aus der a priori Verteilung ergebenden Bewertung ausgegangen.

3.2.2.3 Allgemeine Überlegungen zum Signalling durch Going Public von Konzerntöchtern

Eine weitere Kritik am Modell von Nanda ergibt sich daraus, daß nur von zwei möglichen Ausprägungen „High“ bzw. „Low“ für die jeweiligen Unternehmenswerte ausgegangen wird. Im folgenden soll gezeigt werden, daß sich, wenn diese Beschränkung aufgehoben und bei den Unternehmenswerten beliebige Variablenausprägungen möglich sind, sowohl positive als auch negative Kursreaktionen auf ein Equity Carve Out theoretisch begründen lassen. Eine solche ambivalente theoretische Aussage steht auch im Einklang mit den nicht ganz eindeutigen empirischen Ergebnissen⁹⁶.

Dem Ansatz von Myers/Majluf folgend soll die asymmetrische Informationsverteilung nur das bereits vorhandene Nettovermögen und nicht die Merkmale der Ergänzungsinvestition betreffen. Die sich jeweils auf die Mutter bzw. Tochter beziehenden Variablen werden durch einen entsprechenden Index gekennzeichnet. Betrachtet man zunächst ein Equity Carve Out, dann reduziert sich dabei der Anteil der Muttergesellschaft an der Tochter von bisher 1 auf einen Wert $c_T < 1$. Wenn der Kapitalmarkt die bereits vorhandenen Assets der Tochtergesellschaft mit P_T bewertet, I die benötigte Investitionssumme ist und z den Barwert der Rückflüsse aus der Ergänzungsinvestition bezeichnet, dann muß c_T die folgende Restriktion erfüllen:

$$(3.2-16) \quad I = (1-c_T) (P_T + z)$$

Damit sich ein Equity Carve Out für die bisherigen Anteilseigner der Muttergesellschaft lohnt, muß gelten:

$$(3.2-17) \quad UW_M(\theta) + c_T (UW_T(\theta) + z) > UW_M(\theta) + UW_T(\theta)$$

⁹⁶ Während Equity Carve Outs gemäß Schipper/Smith(1986) die einzige Form der externen Eigenkapitalfinanzierung mit positiven Kursreaktionen sind, ermittelt Pellens(1993), (1994)S.280ff. für deutsche Verhältnisse geringfügige negative Kurseffekte. Eine positive Reaktion ergibt sich dagegen bei Ahlers(1997), allerdings bei sehr heterogenen Teilergebnissen.

Alternativ kann die Investitionssumme auch von der Muttergesellschaft beschafft werden. Dazu führt zunächst die Mutter eine Kapitalerhöhung durch, anschließend wird die Investitionssumme an die Tochter weitergeleitet, indem auch von der Tochter eine Kapitalerhöhung durchgeführt wird, bei der alle jungen Aktien von der Muttergesellschaft übernommen werden. Der Kapitalanteil der Alteigner an der Muttergesellschaft würde sich hierbei auf einen Wert $c_M < 1$ reduzieren, wobei c_M durch folgende Bedingung bestimmt wird

$$(3.2-18) \quad I = (1 - c_M) (P_{M+T} + z)$$

Dabei ist P_{M+T} die Marktbewertung des Gesamtkonzerns, die sich im Gleichgewicht implizit als Durchschnittswert aller derjenigen Unternehmen ergibt, die das Kapital über die Mutter beschaffen.

Eine Kapitalbeschaffung über die Muttergesellschaft ist nun aus Sicht der Alteigner nicht vorteilhafter als ein Equity Carve Out, wenn gilt:

$$(3.2-19) \quad c_M (UW_M(\theta) + UW_T(\theta) + z) < UW_M(\theta) + c_T (UW_T(\theta) + z)$$

$$\Leftrightarrow (1 - c_M) (UW_M(\theta) + UW_T(\theta) + z) > (1 - c_T) (UW_T(\theta) + z)$$

Subtrahiert man jeweils die rechte Seite der Gleichungen (3.2-18) bzw. (3.2-16), dann erhält man schließlich:

$$(3.2-20) \quad (1 - c_M) (UW_M(\theta) + UW_T(\theta) - P_{M+T}) > (1 - c_T) (UW_T(\theta) - P_T)$$

Offensichtlich werden bei diesem Ergebnis die Adverse Selection Costs miteinander verglichen, die sich bei einer von der Muttergesellschaft durchgeführten Kapitalerhöhung bzw. bei einem Equity Carve Out aus den Fehlbewertungen des Marktes ergeben würden. Es sind auch negative Adverse Selection Costs möglich, wenn die emittierten Anteile überbewertet werden und ein Tarnungsvorteil entsteht.

Im Gleichgewicht ergibt sich die Marktbewertung P_T der Tochter implizit aus dem durchschnittlichen Wert der Töchter aller derjenigen Unternehmen, die als Strategie ein Equity Carve Out wählen. Setzt man also als Bedingung voraus, daß ein Equity Carve Out erfolgt, dann ist P_T der entsprechende bedingte Erwartungswert von $UW_T(\theta)$. Das bedeutet, daß im Mittel über alle Unternehmen, die ein Equity Carve Out durchführen, die Adverse Selection Costs gleich Null sind: Es wird nur zwischen den Unternehmen umverteilt, indem Unternehmen mit hoher Qualität der Tochtergesellschaft mit positiven Adverse Selection Costs belastet werden und dadurch zugleich die schlechten Unternehmen subventionieren, welche umgekehrt von Tarnungsvorteilen profitieren können.

Setzt man als Bedingung voraus, daß ein Equity Carve Out durchgeführt wird, dann verschwindet also bei der Anwendung des bedingten Erwartungswertoperators auf Gleichung (3.2-20) die rechte Seite, und man erhält unmittelbar:

$$(3.2-20) \quad E(UW_M + UW_T | \text{Equity Carve Out}) - P_{M+T} > 0.$$

Verbal formuliert bedeutet dies, daß die durchschnittliche Qualität solcher Unternehmen, die ein Equity Carve Out durchführen, größer ist als die gesamte Marktbewertung P_{M+T} derjenigen Unternehmen, die das benötigte Kapital über die Muttergesellschaft beschaffen.

Dieses Ergebnis beweist aber noch nicht, daß ein Equity Carve Out immer zu einer positiven Revision der Marktbewertung des Gesamtunternehmens führen muß, da über die Qualität der passiven Unternehmen, die Kapital weder über die Mutter noch über die Tochter beschaffen, nichts bekannt ist. Eine solche Aussage wäre nur dann möglich, wenn das Unternehmen früher die bereits in den Kursen verarbeitete Ankündigung gemacht hat, daß das Projekt durchgeführt wird, dabei aber die Form, in der das dazu benötigte Kapital beschafft wird, offen gelassen hat⁹⁷. Wenn die Unterlassensalternative von vornherein ausgeschlossen ist und statt einer Kapitalerhöhung der Muttergesellschaft ein Going Public einer Konzerntochter erfolgt, dann folgt aus Gleichung (3.2-20) direkt, daß dies immer ein glaubwürdiges Signal für eine überdurchschnittliche Qualität des Gesamtunternehmens ist.

⁹⁷ Dabei wäre unabhängig von der Finanzierungsform der Kapitalwert der Ergänzungsinvestition jeweils hinzu zu addieren, um den Marktwert des Konzerns zu erhalten.

Ein anderes Ergebnis ist jedoch möglich, wenn es passive Unternehmen gibt, welche auf die Projektdurchführung ganz verzichten. Bekannt ist zunächst nur, daß der durch $E(UW_M + UW_T | \text{Equity Carve Out})$ gegebene Durchschnittswert der Unternehmen, die Konzerntöchter an der Börse einführen, größer ist als der durch P_{M+T} gegebene durchschnittliche Wert derjenigen Unternehmen, bei denen das Kapital über die Muttergesellschaft beschafft wird. Über die Größenrelation zwischen $E(UW_M + UW_T | \text{Equity Carve Out})$ und dem a priori Durchschnittswert von $UW_M(\theta) + UW_T(\theta)$ für alle überhaupt existierenden Unternehmen ist damit allerdings noch nichts ausgesagt. Wenn nun den zusätzlich zu berücksichtigenden passiven Unternehmen eine besonders hohe Qualität zukommt und der a priori Durchschnittswert entsprechend hoch ist, dann kann ein Equity Carve Out auch ein negatives Signal sein.

Eine heuristische Überlegung zeigt, daß sich leicht entsprechende Beispiele konstruieren lassen, bei denen einige sehr gute Unternehmen auch dann, wenn ein Equity Carve Out möglich ist, weiterhin auf die Ergänzungsinvestition verzichten. Dazu sei unterstellt, daß ein Unternehmen mit Wahrscheinlichkeit w einen sehr hohen Wert UW_H aufweist und der Mittelwert der übrigen Fälle durch \overline{UW} gegeben ist. Selbst dann, wenn der Markt davon ausgeht, daß auch das gute Unternehmen im Pool der kapitalnachfragenden Unternehmen enthalten ist, wodurch die Marktbewertung entsprechend ansteigt, und deshalb von der Poolbewertung $P = w UW_H + (1 - w) \overline{UW}$ ausgegangen wird, sind die Adverse Selection Costs $UW_H - P = (1 - w) (UW_H - \overline{UW})$ für das gute Unternehmen bei ausreichend großem UW_H prohibitiv. Dieser Effekt kann sowohl im für die Mutter relevanten Kapitalmarktsegment als auch im Segment der Tochter auftreten. Wenn eine hohe a priori Bewertung berücksichtigt, daß es Unternehmen mit einem sehr hohen Wert sowohl der Mutter als auch der Tochter gibt, und wenn diesen sehr guten Unternehmen bei allen Finanzierungsalternativen prohibitive Adverse Selection Costs entstehen, dann kann auch die Finanzierung durch ein Equity Carve Out eine unterdurchschnittliche Qualität signalisieren.

3.2.2.4 Konsequenzen für das Unterinvestitionsproblem

Auf den ersten Blick scheint es, daß mit der im Konzernzusammenhang gegebenen Möglichkeit, Eigenkapital alternativ auch über eine Börseneinführung von Tochtergesellschaften zu beschaffen, ein Mechanismus gegeben ist, mit dessen Hilfe das von Myers/Majluf(1984) herausgestellte, für unterbewertete Unternehmen möglicherweise gegebene Unterinvestitionsproblem gelöst werden kann. Einer solchen Ansicht liegt die Vorstellung zugrunde, daß durch zusätzliche Gestaltungsmöglichkeiten sich die Wohlfahrt der Individuen nur verbessern kann. Anders als bei der Betrachtung optimaler Anreizstrukturen trifft dies jedoch im Kontext des Signalisierungsansatzes nicht immer zu, denn durch die Möglichkeit eines Going Public von Konzerntöchtern kann sich für andere Unternehmen das Unterinvestitionsproblem unter Umständen sogar noch verschärfen.

Dies hängt damit zusammen, daß die durchschnittliche Qualität derjenigen Unternehmen, die das Kapital über die Muttergesellschaft beschaffen, sinkt, wenn einige Unternehmen stattdessen ein Equity Carve Out durchführen. Denn diese Ausweichhandlung wird typischerweise von guten, durch den Kapitalmarkt nicht angemessen bewerteten Unternehmen wahrgenommen. Anderen Unternehmen ist eine solche Ausweichmöglichkeit aber vielleicht versperrt und sehen sich nun, nachdem der Kapitalmarkt nach dem Ausscheiden der guten Unternehmen seine Bewertung entsprechend nach unten revidiert hat, mit höheren Adverse Selection Costs konfrontiert. Das Unterinvestitionsproblem verschärft sich, wenn dadurch jetzt prohibitive Kosten entstehen.

Ein Beispiel hierfür hat Nanda(1991)S.1732 angegeben: Dabei haben je nach der Ausprägung „High“ oder „Low“ die Assets der Mutter entweder den Wert 10 oder 5, während bei der Tochter die Werte 4 oder 2 eintreten können. Bei gleicher Wahrscheinlichkeit für die insgesamt 4 möglichen Ausprägungen $HH = 10 + 4$, $HL = 10 + 2$, $LH = 5 + 4$ und $LL = 5 + 2$ berechnet sich der durchschnittliche Wert des Gesamtunternehmens zu 10,5. Der Barwert der Rückflüsse des neuen Projektes, das eine Investitionssumme $I = 1$ erfordert, betrage $z = 1,3$. Wenn keine Börseneinführung von Tochtergesellschaften möglich ist, dann stellt sich ein un-

fassendes Pooling-Gleichgewicht ein, bei dem die Ergänzungsinvestition immer durchgeführt wird und die bisherigen Anteilseigner einen Kapitalanteil in Höhe von $1/(10,5 + 1,3)$ an neue Investoren abgeben. Selbst dem besten Unternehmen mit der Ausprägung HH entstehen keine prohibitiven Adverse Selection Costs, da sich für einen verbleibenden Kapitalanteil in Höhe von $10,8/11,8$ an einem Unternehmen mit dem tatsächlichen Wert $10 + 4 + 1,3 = 15,3$ ein Wert $15,3 * 10,8/11,8 > 10 + 4$ ergibt.

Kann dagegen ein Equity Carve Out durchgeführt werden, dann wird zumindest bei der Ausprägung HL eine solche Möglichkeit wahrgenommen. Da die hohe Qualität der Mutter stärker ins Gewicht fällt als die niedrige Qualität der Tochter, lassen sich dadurch sonst anfallende Adverse Selection Costs vermeiden. Aus den übrigen Fällen ergibt sich nunmehr ein durchschnittlicher Wert für das Gesamtunternehmen in Höhe von $(14 + 9 + 7)/3 = 10$. Um die Investitionssumme durch eine Kapitalerhöhung der Mutter zu beschaffen, muß dann eine Beteiligung in Höhe von $1/(10 + 1,3)$ an neue Kapitalgeber abgegeben werden. Zumindest für Typ HH würde sich wegen $(14 + 1,3) * 9/11,3 < 14$ die Ergänzungsinvestition dann nicht mehr lohnen. Nanda weist im einzelnen nach, daß sich gemäß der in Abschnitt 3.2.2.2 erläuterten Schreibweise letztlich das Gleichgewicht OSCC einstellt: Typ HH verzichtet auf die Ergänzungsinvestition, Typ HL wählt ein Equity Carve Out und in den Fällen LH und LL führt weiterhin die Muttergesellschaft eine Kapitalerhöhung durch⁹⁸.

⁹⁸ Um die Gleichgewichtsbedingungen zu überprüfen, sind zunächst die Marktbewertungen in den unterschiedlichen Segmenten zu ermitteln: Da im Gleichgewicht OSCC jeweils bei den Ausprägungen LH und LL über die Muttergesellschaft Kapital beschafft wird (Strategie „C“), wird im Segment für das Gesamtunternehmen der Durchschnittswert $(9 + 7)/2 = 8$ angesetzt. Ein Equity Carve Out (Strategie „S“) wird nur von Typ HL durchgeführt, so daß der Tochter also der Wert 2 zu geordnet wird. Anreize, von den Gleichgewichtsstrategien abzuweichen, bestehen nicht: Klar ist, daß Typ LL bei der Wahl von „S“ auf einen Tarnungsvorteil verzichten müßte und daß Typ HL bei der Wahl von „C“ sonst nicht anfallende Adverse Selection Costs in Höhe von $12 - 8 = 4$ entstehen würden. Für Typ LH lohnt es sich trotz Adverse Selection Costs in Höhe von $9 - 8 = 1$, die Ergänzungsinvestition durchzuführen und die Investitionssumme über die Muttergesellschaft durch die Abgabe eines Kapitalanteils in Höhe von $1/(8 + 1,3)$ zu beschaffen, da $(9 + 1,3) * 8,3/9,3 > 9$ gilt. Typ LH müßte außerdem bei einem alternativen Equity Carve Out eine Beteiligung an der Tochter in Höhe von $1/(2 + 1,3)$ abgeben, was sich wegen $5 + 4 * 2,3/3,3 < 9$ nicht lohnt.

3.3 Fremdkapitalfinanzierung und Konzernbildung

Im folgenden werden Ausfallrisiken der Fremdkapitalforderungen nicht mehr länger ausgeschlossen. Zusätzliche Agency-Probleme können dann sowohl aufgrund von Manipulationen der Aktiv-Seite der Bilanz (Risikoerhöhung durch Asset-Substitution) als auch der Passiv-Seite (Aufnahme weiterer Kredite, Kreditpyramiden) entstehen. Die beiden Fälle werden zunächst unter der Annahme einer bestehenden Haftungsseparation betrachtet; die Konsequenzen einer Durchgriffshaftung für Verbindlichkeiten von Tochtergesellschaften werden in einem anschließenden Abschnitt untersucht. Ein dritter Anteilseigner/Gläubiger Konflikt betrifft schließlich die Rückzahlung von Beteiligungskapital (Bilanzverkürzung); hier sind die Konsequenzen der Konzernbildung für die einschlägigen Ausschüttungssperren zu untersuchen⁹⁹.

3.3.1 Der Anreiz zur Risikoerhöhung durch Asset Substitution

3.3.1.1 Standardfall

Ein vielbeachtetes Ausbeutungsrisiko der Gläubiger einer Unternehmung besteht darin, daß es für die Anteilseigner häufig vorteilhaft ist, das Risiko der durchgeführten Investitionsprojekte nachträglich durch Asset Substitution zu erhöhen¹⁰⁰. Die Gläubiger sind nämlich, da ihre Zahlungsansprüche durch den Rückzahlungsbetrag nach oben begrenzt sind, von den mit einer solchen Risikoerhöhung einhergehenden größeren Gewinnchancen abgeschnitten und werden stattdessen nur mit einem höheren Insolvenzrisiko belastet. Mit Hilfe des von Black/Scholes(1973) herausgestellten Optionscharakter des Eigenkapitals kann dies unmittelbar verdeutlicht werden. Allgemein läßt sich dieser Optionscharakter dadurch beschreiben, daß die Anteilseigner durch Befriedigung aller Fremdkapitalforderungen das unbelastete Eigentum an den Unternehmensressourcen erwerben können.

⁹⁹ Vgl. zur Systematisierung der Anteilseigner/Gläubiger Konflikte aus optionspreistheoretischer Sicht auch Cox/Rubinstein(1985)S.389f.

¹⁰⁰ Vgl. ausführlich dazu Kürsten(1994).

Um das Asset-Substitution-Problem zu verdeutlichen, sei eine Holdinggesellschaft betrachtet, die 100.000 Aktien der Industrie-AG hält und über kein sonstiges Vermögen verfügt. Außer zu einem bestimmten Zeitpunkt fälligen, nicht vorzeitig kündbaren Zero-Bonds mit einem Rückzahlungsbetrag in Höhe von 10 Millionen Geldeinheiten sollen keine weiteren Verbindlichkeiten bestehen. Offensichtlich entspricht das Eigenkapital der Holding dann einer europäischen Option auf 100.000 Aktien der Industrie-AG mit einem Bezugspreis je Aktie von 100, die im Fälligkeitszeitpunkt der Zero-Bonds durch deren Rückzahlung ausgeübt werden kann. Da nun die Werthaltigkeit einer Kaufoption mit der Volatilität des Underlying steigt, ist für die Holdingeigner offensichtlich ein Anreiz gegeben, die Aktien der Industrie-AG zu verkaufen und vom Erlös Anteile an der erheblich volatileren Future-AG zu erwerben. Dies würde zu einem höheren Marktwert des Eigenkapitals führen, wobei zugleich wegen Wertadditivität der Marktwert des Fremdkapitals sinkt.

Um diesen Fehlanreiz formal genauer untersuchen zu können, sei angenommen, daß ein vollständiges System zustandsabhängiger Preise existiert. Dann lassen sich bei einem Zins i für risikolose Anlagen die Preise $p(\theta)$ dafür, eine Periode später bei Eintritt des Umweltzustandes θ genau $1 + i$ Geldeinheiten zu erhalten, als fiktive oder Martingal-Wahrscheinlichkeiten interpretieren, die sich insgesamt zu 1 summieren. Wird außerdem vereinfachend $i = 0$ gesetzt, dann ist der Marktwert zustandsabhängiger Zahlungsansprüche jeweils durch den anhand der fiktiven Wahrscheinlichkeiten berechneten Erwartungswert gegeben¹⁰¹. Dieser Ansatz, bei dem auch bei Risikoaversion so gerechnet werden kann, als ob allseitige Risikoneutralität vorliegen würde, wird insbesondere in der Optionspreistheorie häufig verwendet¹⁰².

Sei also $F(t) = P(x(\theta) < t)$ die (fiktive) Verteilungsfunktion der Zahlungsüberschüsse $x = x(\theta)$. Bei einem Rückzahlungsbetrag B erhält man dann für die als Erwartungswerte gegebenen Marktwerte der Fixbetragsansprüche $FX = \min(x, B)$ bzw. des Residuums $R = \max(x - B, 0)$ mittels einer einfachen, auf partieller Integration beruhenden Umformung folgendes in Anhang B bewiesenes Ergebnis:

¹⁰¹ Bei einem Zins größer als Null wäre lediglich noch zusätzlich durch $1 + i$ zu teilen.

¹⁰² Vgl. z.B. Musiela/Rutkowski(1997) oder Bingham/Kiesel(1998). Liegt tatsächlich allseitige Risikoneutralität vor, dann stimmen fiktive und wirkliche Wahrscheinlichkeiten genau überein.

$$(3.3-1) \quad E(\min(x,B)) = B - \int_0^B F(t) dt$$

$$(3.3-2) \quad E(\max(x-B,0)) = E(x) - B + \int_0^B F(t) dt$$

Um den Marktwert von Fixbetragsansprüchen zu berechnen, ist nach dieser Formel vom Rückzahlungsbetrag B ein das Ausfallrisiko der Forderung zu berücksichtigender Abschlag abzuziehen, der als Integral über die Verteilungsfunktion gegeben ist. Bei $F(t) = 0$ für alle $t < B$ wäre ein solcher Abschlag gleich Null: Man hätte, da die Fremdkapitalforderungen dann mit Wahrscheinlichkeit 1 erfüllt werden, $E(\min(x,B)) = B$. Der sich sonst ergebende Risikoabschlag ist beim Erwartungswert der Residualansprüche wieder hinzuzurechnen. Wegen Wertadditivität stimmt die Summe der Erwartungswerte von Fixbetrags- und Residualansprüchen mit dem Erwartungswert $E(x)$ überein.

Wenn nun die Anteilseigner die Verteilung der zukünftigen Rückflüsse durch Asset Substitution beeinflussen können und man zunächst unterstellt, daß der Erwartungswert $E(x)$ der Zahlungsrückflüsse – also der gesamte Marktwert der Unternehmung – sich dabei nicht verändert, dann werden sich die Anteilseigner immer für dasjenige Projekt entscheiden, bei dem das Integral über die Verteilungsfunktion am größten ist¹⁰³. Dominanzbeziehungen zweiter Ordnung werden also systematisch verletzt. Eine solche stochastische Dominanz zweiter Ordnung zwischen zwei nicht identischen Verteilungen $F(t)$ und $G(t)$ liegt vor, wenn für beliebiges B immer gilt¹⁰⁴:

$$(3.3-3) \quad \int_0^B G(t) dt \geq \int_0^B F(t) dt$$

Man kann zeigen, daß risikoaverse Akteure immer die in diesem Sinne dominante Verteilung $F(t)$ bevorzugen würden¹⁰⁵.

¹⁰³ Asset Substitution bedeutet zunächst, daß die stochastischen Zahlungsüberschüsse als Funktion der Elementarereignisse bzw. Umweltzustände θ statt durch $x(\theta)$ durch eine andere Zufallsvariable $z(\theta)$ gegeben sind. Hieraus ergibt sich die alternative Verteilungsfunktion $G(t) = P(z(\theta) < t)$.

¹⁰⁴ Vgl. zur stochastischen Dominanz zweiter Ordnung Copeland/Weston(1994)S.93f. Eine stochastische Dominanzbeziehung zweiter Ordnung resultiert insbesondere aus einem „mean preserving spread“, wenn also Wahrscheinlichkeitsmasse von der Mitte auf die Ränder verlagert wird, vgl. Rothschild/Stiglitz(1970).

¹⁰⁵ Vgl. für einen Beweis Hanoch/Levy(1969).

Solange eine Asset Substitution keine Auswirkungen auf den Erwartungswert hat, hat man es allerdings nur mit von den Gläubigern möglicherweise nicht antizipierten Umverteilungseffekten zu tun¹⁰⁶. Zu Effizienzverlusten, die den insgesamt zur Verfügung stehende Verteilungsspielraum reduzieren, kommt es erst bei einem wegen Asset Substitution sinkenden Erwartungswert. Es entstehen dann Agency Costs in Höhe der Differenz zwischen maximal möglichen Erwartungswert und dem Erwartungswert des tatsächlich gewählten Investitionsprojekts. Wenn rationale Kreditgeber diese Fehlanreize antizipieren und eine entsprechende Anpassung des Rückzahlungsbetrages vornehmen, dann fallen die Agency Costs letztlich auf die Anteilseigner zurück.

Durch Abbildung 4 wird das Problem nochmal verdeutlicht. Der Erwartungswert $E(x)$ ist allgemein durch die Fläche über der Verteilungsfunktion gegeben. Dies folgt aus Gleichung (3.3-1), wenn man dort ein so großes B einsetzt, daß $F(B) = 1$ gilt¹⁰⁷. Dann kann auch aus Gleichung (3.3-2) leicht abgeleitet werden, daß für beliebiges B die graue Fläche den Erwartungswert der Residualansprüche repräsentiert. Offensichtlich hat die gestrichelt eingezeichnete alternative Verteilungsfunktion $G(x)$ einen geringeren Erwartungswert, wird aber dennoch von den Anteilseignern bevorzugt.

Das betrachtete Agency-Problem ließe sich natürlich beseitigen, wenn das Ausfallrisiko der Kreditforderungen etwa durch die Bestellung von Kreditsicherheiten vollständig eliminiert werden kann¹⁰⁸. Eine Schädigung der Gläubiger ist dann annahmegemäß nicht möglich. Eine andere Lösungsmöglichkeit kann in der Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen bestehen, weil die Risikohöherung des Investitionsprogramms dann mit einer den Inhabern derartiger Anleihen zugute kommenden Wertsteigerung der Wandel- bzw. Optionsrechte einhergeht. Dabei kann bei geschickter Wahl der Bezugsbedingungen der Anreiz zur Risikohöherung durch Asset Substitution genau eliminiert werden¹⁰⁹.

¹⁰⁶ Tatsächlich ist Kürsten(1994) in seiner Arbeit von einem bei Asset Substitution gleichbleibenden Erwartungswert ausgegangen. Vgl. kritisch zu diesem Punkt die Besprechung durch Nippel in der Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung(1994)S.885f. und den anschließenden Dialog zwischen Kürsten und Nippel in der ZfbF(1995)S.366ff.

¹⁰⁷ Die Aussage bleibt auch für den Grenzfall $B = \infty$ gültig. Vgl. für einen Beweis auch Morgenstern(1968)S.102.

¹⁰⁸ Zu Kreditsicherheiten vgl. Rudolph(1984).

¹⁰⁹ Vgl. z.B. Green(1984), Fischer/Zechner(1990).

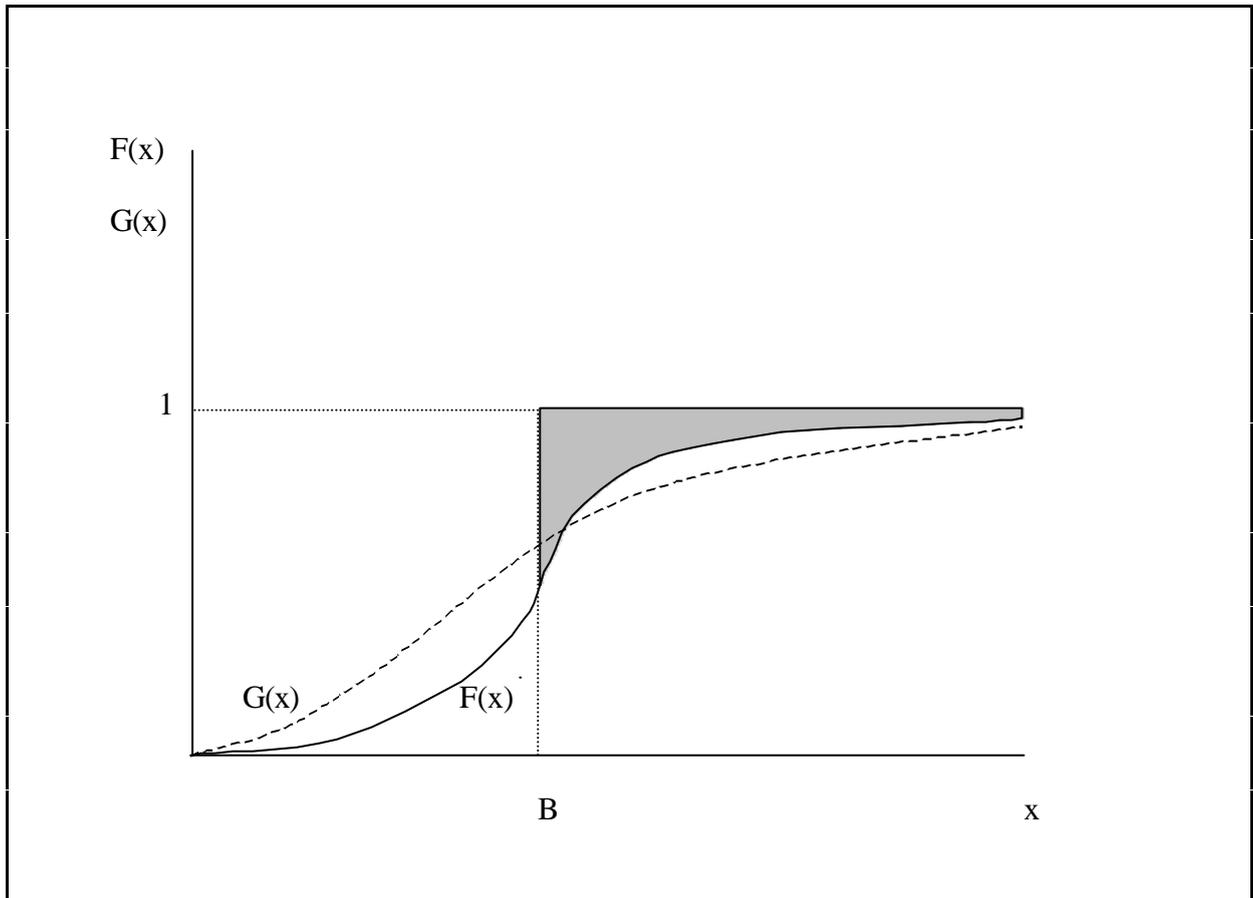


Abbildung 4: Erwartungswert von Residualansprüchen bei unterschiedlichen Verteilungsfunktionen $F(x)$ und $G(x)$

3.3.1.2 Asset Substitution im Konzern

In der Literatur wurde das Asset Substitution Problem noch nicht im Konzernzusammenhang betrachtet. Der Konzern ist dazu wieder als Multi Task Agency aufzufassen, wobei die von den verschiedenen Konzerngesellschaften durchgeführten Investitionsprojekte simultan von einem Agenten festgelegt werden. Annahmegemäß sei der Agent jeweils mit einem Kapitalanteil b_i an den verschiedenen Konzerngesellschaften beteiligt, so daß also der Erwartungswert der Summe $\sum_i b_i R_i = b^t R$ der anteiligen Residualgewinne maximiert wird. Wenn wie bisher zwischen den Überschüssen x_i der Leistungsbereiche und den gesamten Überschüssen einschließlich der Beteiligungserträge y_i unterschieden wird und in diesem Abschnitt zunächst kein Haftungsdurchgriff unterstellt wird, dann hat man wegen

$$(3.3-4) \quad R_i = y_i - FX_i$$

$$= x_i + \sum_{j=1}^n a_{ij} R_j - FX_i$$

in Vektorschreibweise:

$$(3.3-5) \quad R = x + A R - FX$$

$$= (I - A)^{-1} (x - FX)$$

Da der Zusammenhang zwischen den direkten Kapitalanteilen b_i und den effektiven bzw. durchgerechneten Beteiligungsquoten c_i gemäß Gleichung (3.2-2) in Abschnitt 3.2.1.4 durch $c^t = b^t (I - A)^{-1}$ gegeben ist, ergibt sich schließlich folgende Zielfunktion:

$$(3.3-6) \quad E(b^t R) = E[b^t (I - A)^{-1} (x - FX)]$$

$$= E[c^t (x - FX)]$$

$$= \sum_{i=1}^n c_i [E(x_i) - E(FX_i)]$$

Eine Analyse des Fehlanreizes, bei der Maximierung dieser Zielfunktion von der Maximierung der Erwartungswerte $E(x_i)$ der jeweiligen Zahlungsüberschüsse x abzuweichen, erfordert also zunächst eine nähere Betrachtung der Erwartungswerte $E(FX_i)$ der Fixbetragsansprüche. Wenn B_i den von der Teilgesellschaft i geschuldeten Rückzahlungsbetrag bezeichnet und von diesem Rückzahlungsbetrag gemäß Gleichung (3.3-1) ein durch das Integral über die Verteilungsfunktion gegebener Risikoabschlag abgezogen wird, dann erhält man für den Erwartungswert von Fixbetragsansprüchen bei Verflechtungsbeziehungen:

$$\begin{aligned}
 (3.3-7) \quad E(FX_i) &= E(\min(y_i, B_i)) \\
 &= B_i - \int_0^{B_i} P(y_i < t) dt \\
 &= B_i - \int_0^{B_i} P(x_i + \sum_{j=1}^n a_{ij} R_j < t) dt
 \end{aligned}$$

Zu beachten ist, daß hierbei die Residuen R_j nach Maßgabe der jeweils gültigen Teilungsregel wieder eine Funktion der von den verschiedenen Leistungsbereichen generierten Überschüsse x_j sind. Für den Fall $n = 2$ mit nur zwei miteinander verflochtenen Gesellschaften wird in Anhang C gezeigt, daß für $i, j = 1, 2, i \neq j$ folgendes gilt¹¹⁰:

$$(3.3-8) \quad E(FX_i) = B_i - \int_0^{B_i} F(t, B_j + (B_i - t)/a_{ij}) dt$$

Dabei wurde die gemeinsame zweidimensionale Verteilungsfunktion $F(t, s) = P(x_i < t, x_j < s)$ der von den Leistungsbereichen i und j jeweils generierten Zahlungsüberschüsse verwendet. Der Nicht-Konzernfall ist als Spezialfall enthalten, denn für $a_{ij} = 0$ geht das zweite Argument in der Verteilungsfunktion gegen Unendlich und es wird über die Randverteilung $F(t, \infty) = P(x_i < t)$ integriert. Man erhält unmittelbar das Ergebnis aus Gleichung (3.3-1).

¹¹⁰ Auffällig mag sein, daß dieses Ergebnis trotz des hier nicht ausgeschlossenen Falles einer wechselseitigen Beteiligung nicht von dem durch a_{ji} gegebenen Kapitalanteil in umgekehrter Richtung abhängig ist. Der Fall $a_{ji} > 0$ kann zwar theoretisch dazu führen, daß mittels der über die andere Gesellschaft verlaufenden Beteiligungsschleife an den Residualgewinnen R_i des Schuldnerunternehmens indirekt auch die Gläubiger des Schuldnerunternehmens beteiligt sind. Für die Marktbewertung und die Höhe des Ausfallabschlages kann dies aber nur im Insolvenzfall relevant werden, dann aber ist R_i sowieso gleich Null.

Gleichung (3.3-8) zeigt, daß der durch das Integral über die Verteilungsfunktion gegebene Abschlag für Ausfallrisiken eine nichtsteigende Funktion der Verflechtungskoeffizienten a_{ij} ist. Hieraus folgt, daß, wenn Investitionsprojekte und Rückzahlungsbeträge fest vorgegeben sind, in einer Welt mit Verflechtungsbeziehungen die Marktwertsumme aller Fixbetragsansprüche mindestens so groß oder größer ist als in einer Welt, in der dieselben Projekte von nicht miteinander verflochtenen Unternehmen durchgeführt werden. Denn je größer die Verflechtungskoeffizienten a_{ij} sind, desto größer ist auch die Zahlung $FX_i = \min(x_i + \sum_j a_{ij} R_j, B_i) \geq \min(x_i, B_i)$ an die Gläubiger, da für ihre Ansprüche nicht nur die Zahlungsüberschüsse x_i des jeweiligen Leistungsbereiches, sondern in entsprechend größerem Umfang auch die Residualgewinne R_j anderer Gesellschaften haften. Die Kreditgeber profitieren deshalb von möglichst umfangreichen Eigenkapitalverflechtungen, und zwar obwohl hier unterstellt wurde, daß keine Haftpflichten der jeweiligen Obergesellschaft für die Verbindlichkeiten der Beteiligungsgesellschaften bestehen. Eigenkapitalverflechtungen führen aufgrund eines den Gläubigern zugute kommenden Diversifikationseffektes zu Marktwertsteigerungen von Forderungsansprüchen und bei einer entsprechenden Bereinigung für diejenigen Anteile, die innerhalb des Systems von anderen Unternehmen gehalten werden, wegen Wertadditivität komplementär zu einer kleineren Marktwertsumme der extern ausgegebenen Eigenkapitaltitel. Eine solche Eigenkapitalverflechtung läßt sich z.B. durch Aktientausch aufbauen, ohne daß dabei zusätzliches Eigenkapital investiert werden muß¹¹¹.

Derartige Umverteilungseffekte sagen aber noch nichts über die Konsequenzen der Konzernbildung für den Anreiz zur Risikoerhöhung durch Asset Substitution aus. Um dazu bestimmte Aussagen formulieren zu können, werden im folgenden einige weitere vereinfachende Annahmen getroffen. Zunächst wird bei der Betrachtung dieses Eigner/Gläubiger-Konfliktes unterstellt, daß die Marktwertsumme aller insgesamt ausgegebenen Eigenkapitaltitel maximiert wird. Dadurch werden Interessenkonflikte zwischen verschiedenen Eignergruppen, die

¹¹¹ Dabei werden im Rahmen einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage in eine Gesellschaft A Anteile einer Gesellschaft B eingebracht, d.h. die bisherigen Anteilseigner von B tauschen ihre Anteile gegen von Unternehmen A neu ausgegebene Anteile. Es muß aber gar nicht auf eine solche auf einer Sacheinlage beruhenden Konstruktion rekurriert werden. Führt die Gesellschaft A stattdessen zunächst eine Kapitalerhöhung gegen Bareinlage durch und werden die so beschafften Mittel zum Kauf von Anteilen der Gesellschaft B verwendet, dann ergibt sich nur insofern ein anderes Ergebnis, als die bei Gesellschaft B ausscheidenden Anteilseigner nicht zwingend mit den bei Gesellschaft A neu hinzukommenden Anteilseignern identisch sein müssen. Nach dem Gesagten steigt dabei jeweils der Marktwert der Forderungen gegenüber Gesellschaft A, da für diese Forderungen jetzt auch die Residualgewinne der Gesellschaft B haften, während komplementär die Marktwertsumme aller extern umlaufenden Eigenkapitaltitel sinkt.

sich aus unterschiedlichen Anteilshöhen an den verschiedenen Teilgesellschaften ergeben könnten, ausgeblendet. Setzt man deshalb alle effektiven Beteiligungsquoten c_i gleich 1, dann ergibt sich aus (3.3-6) und (3.3-8) für beliebige a_{ij} folgende Zielfunktion:

$$\begin{aligned}
 (3.3-9) \quad \sum_{i=1}^2 (E(x_i) - E(FX_i)) &= E(x_1 + x_2) - B_1 - B_2 + \\
 &+ \int_0^{B_1} F(t, B_2 + (B_1 - t)/a_{12}) dt \\
 &+ \int_0^{B_2} F(B_1 + (B_2 - t)/a_{21}, t) dt \\
 &= E(x_1 + x_2) - B_1 - B_2 + \int_0^{B_1 + B_2/a_{21}} H(t) dt
 \end{aligned}$$

Dabei wurde im zweiten Integral $s = B_1 + (B_2 - t)/a_{21}$ substituiert und $H(t)$ wie folgt definiert:

$$H(t) = \begin{cases} F(t, B_2 + (B_1 - t)/a_{12}) & \text{für } t \leq B_1 \\ a_{21} F(t, B_2 - a_{21}(t - B_1)) & \text{für } B_1 < t \leq B_1 + B_2/a_{21} \end{cases}$$

Zu beachten ist, daß dieses Ergebnis vollkommen symmetrisch ist; bei einer entsprechenden Substitution im ersten Integral würde sich also ein vollkommen analoges Ergebnis ergeben.

Als zweite einschränkende Annahme muß unterstellt werden, daß die Zahlungsüberschüsse der verschiedenen Leistungsbereiche unabhängig verteilt sind. Die zweidimensionale Verteilungsfunktion hat dann eine Darstellung $F(t,s) = F_1(t) F_2(s)$. Da sich für das oben definierte $H(t)$ dann eine Darstellung $H(t) = F_1(t) h(t)$ mit einer offensichtlich nichtsteigenden Funktion $h(t)$ ergibt¹¹², kann auf die Zielfunktion (3.3-9) unmittelbar folgender Satz angewendet werden:

¹¹² Dabei gilt $h(t) = F_2(B_2 + (B_1 - t)/a_{12})$ für $t \leq B_1$ und $h(t) = a_{21} F_2(B_2 - a_{21}(t - B_1))$ für $B_1 < t \leq B_1 + B_2/a_{21}$. Nicht weiter relevant ist die sich für $a_{21} < 1$ bei $t = B_1$ ergebende Unstetigkeitsstelle.

Satz:

Wenn die Verteilung $F(t)$ die Verteilung $G(t)$ gemäß der Ungleichung (3.3-3) im Sinne einer stochastischen Dominanz zweiter Ordnung dominiert und $h(t)$ eine nichtsteigende Funktion mit nichtnegativem Wertebereich ist, dann gilt für beliebiges B auch:

$$\int_0^B G(t) h(t) dt \geq \int_0^B F(t) h(t) dt$$

Beweis: Anhang D.

Damit folgt aus einem Vergleich der jeweiligen Zielfunktionen: Besteht im Standardfall aufgrund einer stochastischen Dominanzbeziehung zweiter Ordnung ein Anreiz, etwa die dem Leistungsbereich 1 zugeordnete und durch einen entsprechenden Index gekennzeichnete Verteilung $F_1(t)$ in der durch Gleichung (3.3-1) gegebenen Zielfunktion durch eine riskantere Verteilung $G_1(t)$ mit gleichen Erwartungswert zu ersetzen und dadurch zum Nachteil der Gläubiger den durch das Integral über die Verteilungsfunktion gegebenen Abschlag für Ausfallrisiken zu erhöhen, dann ist ein entsprechender Anreiz (oder zumindest Indifferenz hinsichtlich der Projektwahl) auch im Konzernfall gegeben. Dominanzbeziehungen zweiter Ordnung bleiben also erhalten.

Problematisch ist die Voraussetzung eines unabhängig von der Wahl der Verteilungsfunktion gleichbleibenden Erwartungswertes. Für den eigentlich relevanten Fall, daß eine Asset Substitution zu einem geringeren Erwartungswert und damit erst zu Effizienzverlusten führt, ist daher aus diesem Ergebnis keine eindeutige Aussage ableitbar. Bekannt ist, daß Kapitalverflechtungen zu geringeren Abschlägen für Ausfallrisiken führen und daß sich dabei gemäß dem angeführten Satz die ordinale Rangfolge dieser Risikoabschläge nicht umkehren kann. Nicht bekannt ist jedoch, wie sich die Differenz der den Verteilungen $F_1(t)$ und $G_1(t)$ jeweils zugeordneten Abschläge für Ausfallrisiken entwickelt. Bei dieser Differenz handelt es sich aber um die entscheidende Größe, da sie das mit einer Asset Substitution verbundene Umverteilungspotential zu Lasten der Gläubiger bestimmt und deshalb von den Anteilseignern den durch die Differenz der Erwartungswerte gegebenen Effizienzverlusten gegenübergestellt wird.

Unmittelbar einsichtig ist, daß der Anreiz zur Asset Substitution durch den Aufbau von Kapitalverflechtungen zum Verschwinden gebracht werden kann, z.B. wenn dadurch die Fremdkapitalansprüche aufgrund ausreichend hoher Beteiligungserträge sicher werden. Dazu muß nur unterstellt werden, daß für die in (3.3-9) verwendete zweidimensionale Verteilungsfunktion $F(t,s) = 0$ für $s \leq B_2 + B_1/a_{12}$ gilt. Eher kontraintuitiv ist es dagegen, wenn ein solcher Anreiz erst durch den Aufbau von Kapitalverflechtungen entsteht.

Im folgenden Beispiel sei dazu ein Unternehmen 1 betrachtet, bei dem durch Asset Substitution die Verteilung $F_1(t)$ der Zahlungsüberschüsse x_1 durch eine andere Verteilung $G_1(t)$ ersetzt werden kann. Die Verteilung $F_1(t)$ wird beschrieben durch:

$$x_1 = \begin{cases} 90 \text{ GE mit Wahrscheinlichkeit } 30\% \\ 100 \text{ GE mit Wahrscheinlichkeit } 40\% \\ 110 \text{ GE mit Wahrscheinlichkeit } 30\% \end{cases}$$

Für die Verteilung $G_1(t)$ gilt dagegen:

$$x_1 = \begin{cases} 80 \text{ GE mit Wahrscheinlichkeit } 20\% \\ 100 \text{ GE mit Wahrscheinlichkeit } 55,5\% \\ 110 \text{ GE mit Wahrscheinlichkeit } 24,5\% \end{cases}$$

Der Erwartungswert der Verteilungen $F_1(t)$ bzw. $G_1(t)$ beträgt jeweils 100 bzw. 98,45; für die Varianzen ergibt sich 60 bzw. 102,1. Eine hier nicht im einzelnen wiedergegebene Rechnung zeigt außerdem, daß die Verteilung $G_1(t)$ gemäß (3.3-3) im Sinne einer stochastischen Dominanz zweiter Ordnung von der Verteilung $F_1(t)$ dominiert wird.

Bei einem unterstellten Rückzahlungsbetrag in Höhe von $B_1 = 95$ ist der Erwartungswert der Fremdkapitalforderung bei der Wahl von $F_1(t)$ gleich $90 \cdot 0,3 + 95 \cdot 0,7 = 93,5$ und bei der Wahl von $G_1(t)$ gleich $80 \cdot 0,2 + 95 \cdot 0,8 = 92$, woraus sich für das Ausfallrisiko ein Abschlag vom Rückzahlungsbetrag von jeweils $95 - 93,5 = 1,5$ bzw. $95 - 92 = 3$ ergibt. Für den Erwartungswert der Residualgewinne erhält man entsprechend $100 - 93,5 = 6,5$ und $98,45 - 92 = 6,45$. Die Anteilseigner wählen $F_1(t)$, da das Umverteilungspotential zu Lasten der Gläubiger

in Höhe von $93,5 - 92 = 1,5$ durch einen um 1,55 geringeren Erwartungswert überkompensiert wird.

Im zweiten Schritt soll das Unternehmen 1 eine 100% - Beteiligung an einem anderen Unternehmen 2 erwerben, z.B. indem die Anteilseigner von Unternehmen 2 ihre Anteile im Rahmen einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage in dabei von Unternehmen 1 neu ausgegebene Anteile tauschen. Dadurch kommt also eine Kapitalverflechtung zustande, ohne daß zusätzliches Eigenkapital investiert wird¹¹³. Hieraus ergibt sich für die Gläubiger von Unternehmen 1 der Vorteil, daß nunmehr für ihre Ansprüche zusätzlich auch die von Unternehmen 2 generierten Beteiligungserträge haften. Dieser Vorteil kehrt sich jedoch in sein Gegenteil um, da zugleich ein vorher nicht gegebener Anreiz zur Asset Substitution entsteht.

Die Verteilung $F_2(t)$ der Zahlungsüberschüsse des Unternehmens 2 sei wie folgt gegeben:

$$x_2 = \begin{cases} 5 & \text{mit Wahrscheinlichkeit 80\%} \\ 15 & \text{mit Wahrscheinlichkeit 20\%} \end{cases}$$

Für den Erwartungswert gilt somit $E(x_2) = 7$. Unterstellt man für Unternehmen 2 den Rückzahlungsbetrag $B_2 = 0$, dann ist die Fremdkapitalforderung gegenüber Unternehmen 1 in Höhe von $B_1 = 95$ nicht mehr ausfallbedroht, falls im Unternehmen 1 die Verteilung $F_1(t)$ gewählt wird. Der Risikoabschlag ist in diesem Fall Null. Bei der Wahl von $G_1(t)$ tritt dagegen im Fall $x_1 = 80$; $x_2 = 5$ mit Wahrscheinlichkeit $0,2 \cdot 0,8 = 16\%$ Insolvenz ein; der Erwartungswert der Fremdkapitalforderung beträgt daher $85 \cdot 0,16 + 95 \cdot 0,84 = 93,4$ bei einem Abschlag vom Rückzahlungsbetrag in Höhe von $95 - 93,4 = 1,6$. Ein Vergleich zeigt, daß sich der Wert des Fremdkapitals jeweils im Vergleich zum Fall ohne Beteiligungsbeziehung erwartungsgemäß erhöht; gemäß obigen Satz ist außerdem der Abschlag für das Ausfallrisiko bei Wahl von $G_1(t)$ nach wie vor größer als bei $F_1(t)$.

Für die Anteilseigner ist jetzt jedoch die Wahl der Verteilung $G_1(t)$ vorteilhafter, da man für die Erwartungswerte der Residualgewinne jeweils $100 + 7 - 95 = 12$ bzw. $98,45 + 7 - 93,4 = 12,05$ erhält. Der Beteiligungserwerb führt dazu, daß das durch die Differenz der Risikoabschläge gegebene Umverteilungspotential mit 1,6 nunmehr größer ist als die Differenz der Erwartungswerte in Höhe von 1,55. Das Beispiel ist so konstruiert, daß unter Berücksichti-

¹¹³ Vgl. dazu auch Fußnote 111.

gung der Projektwahl der Wert des Fremdkapitals letztendlich - aufgrund des nunmehr gegebenen Anreizes zur Asset Substitution - von vorher 93,5 im Fall ohne Beteiligungsbeziehung auf jetzt 93,4 sinkt, obwohl wie gesagt für die Erfüllung der Forderungen jetzt zusätzlich auch die Beteiligungserträge haften. Der entstehende Fehlanreiz macht den Diversifikationsvorteil wieder zunichte.

Ähnlich ambivalente Ergebnisse ließen sich auch für den Fall ableiten, wenn statt bei der Muttergesellschaft im Leistungsbereich einer Tochtergesellschaft eine Wahlmöglichkeit zwischen unterschiedlichen Investitionsprojekten besteht¹¹⁴. Klar ist dabei nur, daß der Übergang zu einer gemäß (3.3-3) dominanten Verteilung den Wert des Eigenkapitals der Tochtergesellschaft erhöht. Unklar ist jedoch, wie diese Wertsteigerungen zwischen Gläubigern und Anteilseignern der Muttergesellschaft verteilt werden.

3.3.2 Eigner/Gläubiger - Konflikte bei fremdkapitalfinanzierten Ergänzungsinvestitionen

3.3.2.1 Standardfall

Neben dem bisher betrachteten Anreiz zur Asset Substitution können sich Ausbeutungsrisiken bei Kreditverträgen auch durch die spätere Aufnahme von weiteren Krediten bei anderen Gläubigern, also durch Veränderungen der Passivseite der Bilanz ergeben. Da alle Gläubiger gleich zu behandeln sind (*par condicio creditorum*), würde eine solche Ausweitung der Verschuldung dazu führen, daß unbesicherte frühere Kreditgeber im Insolvenzfall nur mit einer geringeren Quote befriedigt werden. Um entsprechende Wertminderungen ihrer Forderungen zu vermeiden, werden die Gläubiger daher bestrebt sein, entweder durch die Bestellung von Kreditsicherheiten einen vorrangigen Anspruch zu erhalten oder die spätere Aufnahme weiterer Kredite bei anderen Gläubigern durch letztlich zu einem exklusiven Hausbankensystem führende Negativklauseln auszuschließen.

¹¹⁴ Der Fall einer in der Tochtergesellschaft durchgeführten Asset Substitution wird in dem am Ende von Abschnitt 3.3.3.3 angegebenen Beispiel im Zusammenhang mit den Haftungsregelungen im Konzern betrachtet.

Auf der anderen Seite ist jedoch auch zu berücksichtigen, daß der Auszahlungsbetrag der neuen Kredite zugleich die im Konkursfall zur Verfügung stehende Masse erhöht. Eine direkte Weiterleitung des Auszahlungsbetrages an die Anteilseigner etwa in Form von fremdkapitalfinanzierter Dividendenzahlungen ist unter den in Deutschland geltenden Regelungen nicht möglich, da es sich bei der Kreditauszahlung um einen erfolgsneutralen Vorgang handelt, bei dem kein zusätzlicher ausschüttungsfähiger Gewinn entsteht¹¹⁵. Dies gilt jedenfalls dann, wenn Auszahlungsbetrag und gemäß § 253(1) HGB auf der Passivseite anzusetzender Rückzahlungsbetrag übereinstimmen. Aber auch wenn der Rückzahlungsbetrag den Auszahlungsbetrag unterschreiten sollte, wird ein Gewinnausweis durch einen nach herrschender Ansicht anzusetzenden passiven Rechnungsabgrenzungsposten verhindert¹¹⁶.

Es kann daher auch der umgekehrte Fall eintreten, daß durch zusätzliche Kreditaufnahme der Marktwert der Altkredite sogar steigt. Verlangen die neuen Kreditgeber faire Konditionen – d.h. stimmt der Marktwert der ihnen eingeräumten Ansprüche mit der Höhe des Kreditauszahlungsbetrages überein – dann muß wegen Wertadditivität komplementär der Marktwert des Eigenkapitals entsprechend fallen. Die Anteilseigner werden die Ergänzungsinvestition, die durch die zusätzliche Kreditaufnahme finanziert werden sollte, dann nicht durchführen. Dieser Eigner/Gläubiger-Konflikt ist also neben dem in Abschnitt 3.2.2 betrachteten Alteigner/Neueigner-Konflikt eine weitere mögliche Ursache für ein Unterinvestitionsproblem¹¹⁷.

Als Beispiel betrachtete man ein Unternehmen, dessen in $t = 0$ bereits bestehendes Investitionsobjekt in $t = 1$ mit den angegebenen Wahrscheinlichkeiten zu folgenden Zahlungsüberschüssen führt:

$$x = \begin{cases} 100 & \text{mit Wahrscheinlichkeit 90\%} \\ 0 & \text{mit Wahrscheinlichkeit 10\%} \end{cases}$$

¹¹⁵ Zu den geltenden Ausschüttungssperren vgl. unten Abschnitt 3.3.4.1.

¹¹⁶ Vgl. Adler/Düring/Schmaltz(1995) § 253 HGB Randnummer 77. Ein solcher Fall ist etwa bei einer über dem Marktniveau liegenden Zinsvereinbarung denkbar.

¹¹⁷ Vgl. etwa Ewert(1984). Im Unterschied zu den in Abschnitt 3.2.2 betrachteten Alteigner/Neueignern-Konflikten – unterbewertete Unternehmen müssen für zusätzliches Eigenkapital einen zu hohen Preis bezahlen – beruht der hier betrachtete Eigner/Gläubiger-Konflikt nicht auf einer sich auf den Unternehmenswert beziehenden asymmetrischen Informationsverteilung, sondern auf den unterschiedlichen Zahlungscharakteristiken des Eigen- und Fremdkapitals. Man kann natürlich auch Kreditmärkte mit asymmetrisch verteilten Informationen betrachten; gute Unternehmen würden dann eine zu hohe und schlechte Unternehmen eine zu niedrige Prämie für Ausfallrisiken bezahlen. Narayanan(1988) zeigt z.B., daß dabei das vorrangig zu bedienende Fremdkapital als „Barrier to Entry“ für Lemon-Unternehmen fungieren kann.

Bei einem Rückzahlungsbetrag $B = 50$ der bisher aufgenommenen Kredite ergibt sich, wenn weiterhin mit (Pseudo-)Risikoneutralität gerechnet und der Zins $i = 0$ gesetzt wird, in $t = 0$ für den Wert des Fremdkapitals $E(\min(x, 50)) = 50 \cdot 90\% = 45$ und für den Wert des Eigenkapitals ebenfalls $E(\min(x - 50, 0)) = 45$.

Eine Ergänzungsinvestition führe nun bei einer in $t = 0$ erforderlichen Investitionssumme $I = 23,3$ in $t = 1$ zu einem sicheren zusätzlichen Rückfluß in Höhe von $z = 24$ Geldeinheiten. Der Kapitalwert beträgt also $+ 0,7$. Wird die Ergänzungsinvestition durch eine Kapitalerhöhung finanziert, dann würde der zusätzliche Rückfluß im mit 10%-iger Wahrscheinlichkeit eintretenden Insolvenzfall in voller Höhe für die Altkredite haften, so daß der Marktwert des Fremdkapitals dadurch um $24 \cdot 10\% = 2,4$ steigen würde. Da diese Wertsteigerung des Fremdkapitals den Kapitalwert der Ergänzungsinvestition übersteigt und die Differenz zu Marktwertverlusten des Eigenkapitals führt, kann sich aus Sicht der Anteilseigner die Finanzierung über eine Kapitalerhöhung nicht lohnen¹¹⁸.

Aus Sicht der Anteilseigner lohnt es sich jedoch auch nicht, die Ergänzungsinvestition durch zusätzliche Kreditaufnahme zu finanzieren: Damit neue Kreditgeber $I = 23,3$ auszahlen, muß ihnen eine nominale Forderung in Höhe von $B' = 25$ GE eingeräumt werden, die im Insolvenzfall zu einer Quote in Höhe von $25/(50 + 25) = 1/3$ führen würde, da man für den Erwartungswert einer solchen Forderung genau $25 \cdot 90\% + 24/3 \cdot 10\% = 23,3$ erhält. Auch in diesem Fall überwiegt der Vorteil der Altgläubiger, denn der Marktwert des Eigenkapitals würde auf $(100 + 24 - 50 - 25) \cdot 90\% = 44,1 < 45$ sinken. Es entsteht ein Unterinvestitionsproblem, da das Projekt aus Anteilseignersicht sowohl bei Eigen- als auch bei Fremdkapitalfinanzierung nicht lohnend erscheint.

Umgekehrt ist ein Überinvestitionsproblem, bei dem in Projekte mit negativen Kapitalwert investiert wird, bei Kreditfinanzierung dann nicht möglich, wenn die Ergänzungsinvestition zu einem sicheren Zahlungsrückfluß z führt, denn da der Rückzahlungsbetrag B' der neuen Kredite bei einem fairen Vertrag mindestens so groß sein muß wie der aufgezinste, mit der

¹¹⁸ Der Fall, daß sich durch eine Erhöhung des Eigenkapitals finanzierte Ergänzungsinvestitionen nicht lohnen, weil davon vor allem die Fremdkapitalgeber profitieren würden, wurde von Myers(1977) betrachtet.

Investitionssumme übereinstimmende Auszahlungsbetrag, ergibt sich aus der Ergänzungsinvestition wegen $z - B' \leq z - (1 + i) I = KW (1 + i) < 0$ nach Abzug der Forderung der neuen Kreditgeber mit Sicherheit ein negativer Nettozahlungsüberschuß. Überinvestition setzt also voraus, daß der Kreditauszahlungsbetrag riskant investiert wird, d.h. daß das Problem der Ausweitung der Verschuldung mit dem Anreiz zur Risikoerhöhung durch Asset Substitution kombiniert wird.

3.3.2.2 Kreditpyramiden

Im Konzern stehen dem Passiva-Management zusätzliche Gestaltungsmöglichkeiten offen, wobei in der Literatur häufig auf die Bildung sogenannter Kreditpyramiden hingewiesen wird¹¹⁹. Derartige Kreditpyramiden beruhen gewissermaßen auf einer Eigenkapitalschöpfung, denn da das Eigenkapital von Tochtergesellschaften zusätzlich auch auf der Aktivseite der Bilanz der jeweiligen Muttergesellschaft als Beteiligungsvermögen ausgewiesen wird, wird das bei der Tochter vorhandene Aktivvermögen auf beiden Ebenen bei der Berechnung des Eigenkapitals berücksichtigt. Bei einer größeren Anzahl von Beteiligungsstufen wirkt sich diese Mehrfachberücksichtigung entsprechend stärker aus. Werden darüber hinaus auf den einzelnen Beteiligungsstufen Kredite aufgenommen, dann wird als Konsequenz hieraus in den Einzelbilanzen jeweils ein zu niedriger Verschuldungsgrad ausgewiesen. Bei Aufstellung der Konzernbilanz wird dagegen im Rahmen der Kapitalkonsolidierung in der aus den Einzelbilanzen gebildeten Summenbilanz das in der Bilanz der jeweiligen Muttergesellschaft ausgewiesene Beteiligungsvermögen mit dem Eigenkapital der Tochtergesellschaften verrechnet. Die Konzernbilanz gibt also den Verschuldungsgrad richtig wieder, da die von der Konzerngesamtheit eingegangenen Verbindlichkeiten dem tatsächlich vorhandenen Aktivvermögen gegenübergestellt werden.

Aus finanzierungstheoretischer Sicht hängen die Gefahren solcher Kreditpyramiden mit dem bereits erläuterten Optionscharakter des Eigenkapitals zusammen, der dazu führt, daß das Beteiligungsvermögen risikobehafteter ist als das übrige Sachanlage- und Umlaufvermögen¹²⁰. Eine Eigenkapitalbeteiligung kann als eine Option auf das in der Tochtergesellschaft befindliche Vermögen interpretiert werden, die durch die Befriedigung der Verbindlichkeiten der Tochter ausgeübt werden kann. Das Vermögen einer Tochtergesellschaft haftet daher,

¹¹⁹ Zum Pyramideneffekt vgl. Pellens(1984)S.162ff., Schierenbeck(1980), Schneider(1984)S.504ff., Theisen(1991) S.320.

¹²⁰ Vgl. zum Optionscharakter des Eigenkapitals Abschnitt 3.3.1.1.

wenn die Muttergesellschaft in Zahlungsschwierigkeiten gerät, nicht unmittelbar für die Ansprüche der Gläubiger der Mutter. Diese erhalten dann vielmehr nur eine Option auf das Vermögen der Tochter, die nur dann werthaltig ist, wenn dieses Vermögen mehr wert ist als die Forderungen der unmittelbaren Gläubiger gegenüber der Tochter. In Abhängigkeit von der Verschuldung der Tochtergesellschaft bedingt dieser Optionscharakter im Vergleich zum sonstigen Sachvermögen die erwähnte größere Risikobehaftetheit des Beteiligungsvermögens. Bei der Kreditwürdigkeitsprüfung muß diese aus den Einzelbilanzen nicht ersichtliche Risikostruktur der einzelnen Assets angemessen berücksichtigt werden¹²¹.

Durch die Bildung von Kreditpyramiden können sich also Ausbeutungsrisiken vor allem für naive Gläubiger ergeben, die diese optische Täuschung bei der Bilanzanalyse nicht durchschauen. Empirisch läßt sich eine besondere Relevanz dieses Phänomens allerdings nicht nachweisen¹²². Im Regelfall wird man vermuten können: „Der ordentliche Kreditgeber denkt und handelt konsolidiert“¹²³. Insbesondere Banken sind gemäß § 19(2)S.1 iVm. § 18 KWG dazu verpflichtet, sich die Konzernbilanz vorlegen zu lassen, wenn die Kreditsumme 50 TDM übersteigt. Im folgenden ist zu untersuchen, ob sich aus dem hier betrachteten Effekt auch dann Auswirkungen ergeben können, wenn er bei der Kreditvergabe angemessen berücksichtigt wird.

3.3.2.3 Konsequenzen für Eigner/Gläubiger-Konflikte und das Investitionsverhalten im Konzern

Für nicht naive Kreditgeber könnten sich im Zusammenhang mit dem betrachteten Pyramideneffekt - bei zunächst als vorgegeben unterstellten Investitionsprogramm - zusätzliche Agency-Probleme aus einem Anreiz der Eigner ergeben, gewisse nachträgliche Veränderungen der Kapitalstruktur herbeizuführen. Z.B. könnte der von den Kreditgebern dem Mutterunternehmen zur Verfügung gestellte Betrag als Einlage im Rahmen einer Kapitalerhöhung an die Tochtergesellschaft weitergeleitet werden und so in gegenüber den unmittelbaren Verbindlichkeiten der Tochter nachrangiges Eigenkapital transformiert werden¹²⁴. Eine solche Transformation von unmittelbarem Unternehmensvermögen in eine Beteiligung, die wegen

¹²¹ Zu dadurch bedingten möglicherweise höheren Kosten der Kreditwürdigkeitsprüfung vgl. Abschnitt 3.3.3.4.

¹²² Vgl. den von Pellens(1994)S.162ff. durchgeführten Vergleich der sich jeweils aus den Einzel- bzw. Konzernbilanzen ergebenden Verschuldungsgrade.

¹²³ Vgl. Schneider(1984)S.510.

¹²⁴ Schneider(1984)S.503 bezeichnet dies als Metamorphoseneffekt. Der Wirkung ist letztlich derselbe, als wenn Vermögen an andere Gläubiger verpfändet werden würde.

des herausgestellten Optionscharakters des Eigenkapitals mit einer Risikoerhöhung verbunden ist, ließe sich ebenfalls als eine Form der Asset Substitution interpretieren.

Allerdings ist eine solche Durchleitung für die Anteilseigner der Mutter in keiner Zukunftslage mit Vorteilen verbunden, wenn das Investitionsprogramm der Tochtergesellschaft davon nicht berührt wird. Überhaupt keine Veränderungen würden sich ergeben, wenn die Tochter auch ohne eine solche Kapitalerhöhung zahlungsfähig geblieben wäre und das Problem der „strukturellen Nachrangigkeit“¹²⁵ deshalb nicht relevant wird. Die Ansprüche der Fremd- und Eigenkapitalgeber der Mutter auf das auf die Tochter übertragene Vermögen blieben dann im vollen Umfang erhalten. In den Zukunftslagen, in denen die Tochter insolvent wird oder in denen eine Insolvenz nur aufgrund einer solchen Kapitalerhöhung vermieden wird, fließt dagegen zumindest ein Teil der geleisteten Einlage an die Gläubiger der Tochter und ist somit auch dann, wenn die Mutter zahlungsfähig bleibt, dem Zugriff der Anteilseigner der Mutter entzogen. Für die Anteilseigner der Muttergesellschaft ist hier also kein Interesse daran ersichtlich, durch die Übertragung von Vermögen auf die Tochter eine auf dem Phänomen der „strukturellen Nachrangigkeit“ beruhende Schädigung der Gläubiger der Muttergesellschaft herbeizuführen. Davon würden ausschließlich die Gläubiger der Tochter profitieren¹²⁶.

Bei der oben betrachteten nachträglichen Veränderung der Kapitalstruktur wurde unterstellt, daß sich dabei keine Auswirkungen auf das reale Investitionsprogramm ergeben. Im folgenden sind dagegen mögliche Auswirkungen auf das Investitionsverhalten zu untersuchen. Zunächst erweitert die Konzernbildung den Gestaltungsspielraum bei der Finanzierung von Ergänzungsinvestitionen. Statt im Mutterunternehmen können neue Projekte jetzt auch von einer rechtlich selbständigen Tochtergesellschaft durchgeführt werden, die das dazu benötigte Kapital durch Kreditaufnahme beschafft. Aufgrund des bereits erwähnten Phänomens der „strukturellen Nachrangigkeit“ ist für die Gläubiger der Mutter diese Form der Ausweitung der Verschuldung gegenüber dem Standardfall mit dem zusätzlichen Nachteil verbunden, daß

¹²⁵ Vgl. zu diesem Ausdruck Schneider(1985)S.895.

¹²⁶ Wenn es sich dagegen nicht um eine 100%-ige Tochtergesellschaft handelt, dann müssen auch die Auswirkungen auf die an der Tochter beteiligte Minderheiten berücksichtigt werden, für die sich aus der Kapitalerhöhung eine Verwässerung ihrer Anteile ergeben kann. Dabei existieren im allgemeinen keine sowohl aus Sicht der Minderheiten als auch aus Sicht der Mutter faire Konditionen: Wie gezeigt wurde, führt eine Kapitalerhöhung bei der Tochter zunächst zu Wertsteigerungen der Tochterkredite, da sich das für diese Kredite haftende Vermögen erhöht. Komplementär steigt der Marktwert des Eigenkapitals der Tochter nur um einen geringeren Betrag, als es dem Wert der geleisteten Einlagen entsprechen würde. Daher entstehen Verluste, die irgendwie zwischen Muttergesellschaft und Minderheitseignern verteilt werden müssen.

sie bei Insolvenz statt über einen entsprechend geringeren quotalen Anspruch nur über nachrangigen Anspruch verfügen. Ob sich eine solche Ausweitung der Verschuldung aus Sicht der Anteilseigner lohnt, hängt wie im Standardfall von den Eigenschaften der Ergänzungsinvestition ab.

Aufgrund der erweiterten Gestaltungsmöglichkeiten bei der Finanzierung neuer Projekte wird die Menge derjenigen Ergänzungsinvestitionen, deren Durchführung sich aus Sicht der Anteilseigner lohnt, eventuell größer. Je nachdem, ob die deshalb zusätzlich durchgeführten Projekte einen positiven oder negativen Kapitalwert aufweisen, wird dabei entweder ein Unterinvestitionsproblem beseitigt oder es entsteht ein neues Überinvestitionsproblem. Die Beseitigung von Unterinvestitionsproblemen durch Konzernbildung wurde neuerdings von Schenk(1997b)S.91ff. insbesondere als Argument für die Vorteile einer Haftungsseparation herausgestellt. Diese These wird weiter unten im Zusammenhang mit den Haftungsregelungen im Konzern kritisch zu betrachten sein. Auf möglicherweise zusätzlich entstehende Überinvestitionsprobleme geht Schenk dagegen nicht ein. Ein entsprechendes Beispiel sei daher an dieser Stelle angeführt.

Dazu sei ein Unternehmen betrachtet, dessen in $t = 0$ bereits vorhandenen Assets in $t = 1$ zu einem sicheren Zahlungsüberschuß in Höhe von $x = 100$ Geldeinheiten führen. Der Rückzahlungsbetrag gegenüber den bisherigen Kreditgebern sei $B = 60$. Die Anteilseigner haben Zugang zu einer Ergänzungsinvestition, die in $t = 0$ eine Investitionssumme von 56 Geldeinheiten erfordert und in $t = 1$ zu folgenden Zahlungsüberschüssen z führt¹²⁷:

$$z = \begin{cases} 86 & \text{mit Wahrscheinlichkeit } 60\% \\ 0 & \text{mit Wahrscheinlichkeit } 40\% \end{cases}$$

Offensichtlich ergibt sich ein negativer Kapitalwert in Höhe von $-56 + 86 \cdot 60\% = -4,4$. Würden die Anteilseigner das Projekt im selben Unternehmen durchführen und durch eine Kapitalerhöhung finanzieren, dann hätten sie einen Verlust genau in der Höhe des Kapitalwertes zu tragen, da sich für das nach wie vor nicht ausfallbedrohte Fremdkapital keine Veränderungen ergeben. Aber auch eine Fremdkapitalfinanzierung würde sich nicht lohnen: Mit den neu-

¹²⁷ Es wird eine Ergänzungsinvestition mit risikobehafteten Rückflüssen betrachtet, da wie bereits für den Standardfall erläutert bei sicheren Rückflüssen kein Überinvestitionsproblem entstehen kann. Bei einem negativen Kapitalwert und einem fairen Kreditvertrag würde die Ergänzungsinvestition nach Abzug der Fremdkapitalforderung immer zu einem negativen Nettozahlungsüberschuß führen.

en Gläubigern müßte der im Insolvenzfall zu der Quote 1/2 führende Rückzahlungsbetrag $B' = 60$ vereinbart werden, weil sich der Wert einer solchen Forderung genau $60 \cdot 60\% + (100 \cdot \frac{1}{2}) \cdot 40\% = 56 = I$ beträgt. Der Wert des Eigenkapitals würde dadurch aber auf $(100 + 86 - 60 - 60) \cdot 60\% = 39,6 < 40$ sinken.

Lohnend ist es für die Anteilseigner jedoch, die gesamten vorhandenen Assets als Einlage in eine neu zu gründende 100%-ige Tochtergesellschaft einzubringen, die anschließend zur Finanzierung der Ergänzungsinvestition einen Kredit aufnimmt. Das bisherige Unternehmen, das ausschließlich für die Forderungen der Altgläubiger haftet, wird also auf eine reine Holdingfunktion reduziert. Der Rückzahlungsbetrag des von der Tochter neu aufgenommenen Kredites stimmt, da dieser Kredit wegen des von den bereits vorhandenen Assets generierten Zahlungsüberschusses in Höhe von 100 GE nicht ausfallbedroht ist, mit der Investitionssumme $I = 56$ genau überein. Der Wert des Eigenkapitals des Mutterunternehmens erhöht sich dadurch auf $(100 + 86 - 60 - 56) \cdot 60\% + 0 \cdot 40\% = 42 > 40$, während sich bedingt durch die „strukturelle Nachrangigkeit“ der Wert der Altkredite auf nur noch $60 \cdot 60\% + (100 - 56) \cdot 40\% = 53,6 < 60$ reduziert¹²⁸. In diesem Fall entsteht durch Konzernbildung – konkret durch die Vermögensübertragung auf eine neugegründete Tochtergesellschaft – also ein neues Überinvestitionsproblem.

3.3.3 Haftungsregeln und Konzernbildung

3.3.3.1 Zur Effizienz der beschränkten Haftung bei Kapitalgesellschaften

Für eine Analyse der Haftungsregelungen im Konzern ist zunächst unabhängig von der Konzernbildung auf die im Standardfall geltende Regelung einzugehen, wonach Anteilseigner einer Kapitalgesellschaft nicht mit ihrem Privatvermögen für Gesellschaftsverbindlichkeiten haften¹²⁹. Die erste theoretische Feststellung dazu besteht darin, daß durch derartige Haftungsbeschränkungen Risiken keineswegs eliminiert, sondern lediglich von den Eigenkapitalgebern auf Gläubiger, Lieferanten oder Arbeitnehmer umverteilt werden. Möglicherweise können die betroffenen Individuen die ihnen dadurch zugeordneten, entsprechend höheren

¹²⁸ Wie stark die Altgläubiger hierdurch im Einzelfall geschädigt werden, ist offensichtlich davon abhängig, wieviel Vermögen auf die Tochter verlagert wird. So geht Schenk(1997b)S.92 von der praktisch nicht erfüllbaren Voraussetzung aus, daß die Obergesellschaft der neugegründeten Tochter überhaupt kein Eigenkapital zur Verfügung stellt. In einem solchen Modellrahmen kann, da eine Schädigung der Altgläubiger dann ausgeschlossen ist, auch kein Überinvestitionsproblem entstehen.

¹²⁹ Für ökonomische Analysen von Haftungsbeschränkungen vgl. Adams(1991), Easterbrook/Fischel(1985), Lehmann(1986), Woodward(1985).

Risiken jedoch durch entsprechende Aufschläge auf Zinsen, Preise oder Löhne kompensieren und zugleich die durch eine solche Haftungsregelung bedingte, möglicherweise suboptimale Risikoallokation durch Diversifikation korrigieren. Voraussetzung ist, daß dies nicht durch Transaktions- und Informationskosten behindert wird. Wenn die Risikodiversifikation dagegen durch Transaktionskosten behindert wird, dann könnte es z.B. günstiger sein, wenn bestimmte Risiken bereits auf Gesellschaftsebene etwa durch den Abschluß geeigneter Versicherungen beseitigt werden, anstatt jeden Anteilseigner individuell mit solchen Risiken zu belasten.

Darüber hinaus ist mit Haftungsbeschränkungen eine Externalisierung von Handlungsfolgen verbunden¹³⁰. Dies könnte dann problematisch sein, wenn die Geschäftsführung der Unternehmung unmittelbar von ihren Eigentümern ausgeübt wird, weil dann eine persönliche Haftung für von den Eigentümern selbst zu verantwortende Verpflichtungen ausgeschlossen wird¹³¹. Auf eine Publikumsgesellschaft, bei der die Unternehmenspolitik nicht direkt von den Anteilseignern, sondern von einem angestellten Management ausgeübt wird, läßt sich dieses Argument dagegen nicht übertragen. Würde hier keine Haftungsbeschränkung bestehen, dann müßten die Anteilseigner für alle von der Unternehmensleitung eingegangenen Zahlungsverpflichtungen mit ihrem Privatvermögen einstehen, ohne auf den Umfang dieser Zahlungsverpflichtungen direkt Einfluß nehmen zu können. Liegt dagegen der Fall vor, daß die Geschäftspolitik von einem Mehrheitsaktionär kontrolliert wird, dann würden sich ohne Haftungsbeschränkungen für die Minderheitseigner zusätzliche, von ihnen nicht beeinflussbare Haftungsrisiken ergeben.

Schließlich würde ohne Haftungsbeschränkungen die Fungibilität der Unternehmensanteile auf den Sekundärmarkt - und damit auch die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle - erheblich behindert werden. Denn bei einer unbeschränkter gesamtschuldnerischen Haftung der Anteilseigner wäre jede Übertragung der Unternehmensanteile mit erheblich höheren Transaktionskosten belastet, da dann jeweils zusätzlich - um das Haftungsri-

¹³⁰ Man kann die mit einer Haftungsbeschränkung verbundene Externalisierung von Handlungsfolgen aber als Ausgleich dafür ansehen, daß mit der Unternehmenstätigkeit auch eine Reihe nicht internalisierbarer positive externe Effekte (z.B. aufgrund der Schaffung von Arbeitsplätzen) verbunden sind, so daß ohne Haftungsbeschränkung zu wenig Unternehmen gegründet werden würden. Dagegen wurden Haftungsbeschränkungen wegen der mit ihnen verbundenen Trennung von Herrschaft und Haftung z.B. von Vertretern der ordoliberalen Schule kritisiert; vgl. etwa Eucken(1975)S.279ff., der ein Haftungssystem für Kapitalgesellschaften gefordert hat, bei dem wie bei der KGaA letztlich immer auf eine natürliche Person zurückgegriffen werden kann.

¹³¹ Die Externalisierung von Handlungsfolgen ist insbesondere bei einer Haftung aus unerlaubter Handlung problematisch, weil sich die Berechtigten dann anders als bei freiwillig eingegangenen Vertragsbeziehungen nicht gegen die Gefährdung ihrer Ansprüche schützen können.

siko des Erwerbers abschätzen zu können - auch die privaten Vermögensverhältnisse aller übrigen Anteilseigner überprüft werden müßten. Außerdem wären die privaten Vermögensverhältnisse der Anteilseigner dann auch für die Kreditwürdigkeit von Bedeutung, so daß darüber hinaus entsprechend höhere Prüfkosten bei der Kreditvergabe anfallen. Insgesamt ist die Aufbringung größerer Kapitalsummen mit breit gestreuten Anteilsbesitz und funktionierenden Sekundärmarkthandel also nur bei entsprechenden Haftungsbeschränkungen möglich.

3.3.3.2 Verteilungseffekte von Haftungsregelungen im Konzern

„Im Konzernverbund wirkt das gesellschaftsrechtliche Prinzip der beschränkten Haftung wie Schotten in einem angeschlagenen Konzernschiff, die verhindern, daß der Mißerfolg eines Konzernteils den Untergang eines ganzen Unternehmensverbundes bedeutet“¹³². Bei Haftungsbeschränkungen müssen die Gläubiger einer Tochtergesellschaft im Insolvenzfall möglicherweise auch dann, wenn in der Muttergesellschaft genügend Vermögen vorhanden wäre, auf einen Teil ihrer Forderungen verzichten. Dabei geht es im Konzernfall nur um die Frage eines Durchgriffes auf die Muttergesellschaft, nicht jedoch um eine persönliche Haftung individueller Anteilseigner mit ihrem Privatvermögen. Grundsätzlich ergibt sich aus den einschlägigen Bestimmungen des Aktiengesetzes eine Haftpflicht der Muttergesellschaft für Verbindlichkeiten der Tochter innerhalb eines Vertragskonzerns aus der in § 302 AktG geregelten Pflicht zur Übernahme von Verlusten, nicht jedoch für den Fall eines faktischen Konzerns¹³³.

Aus ökonomischer Sicht sind mit unterschiedlichen Haftungsregelungen zunächst bestimmte Verteilungseffekte verbunden¹³⁴: Ein Haftungsdurchgriff führt zu Reichstumsgewinnen der Gläubiger der Tochter und zu Reichtumsverlusten der Anteilseigner der Muttergesellschaft. Nachteile können sich auch für die Gläubiger der Mutter ergeben, wenn sich hierdurch ihre Befriedigungsquote im Insolvenzfall reduziert oder wenn die Durchgriffsrechte überhaupt erst eine Insolvenz der Muttergesellschaft auslösen, während sich für möglicherweise an der Tochter beteiligte Minderheitseigner offensichtlich nichts ändert. Insgesamt kommt es zu

¹³² Lehmann(1986)S.352.

¹³³ Vgl. genauer Abschnitt 1.2.

¹³⁴ Vgl. zur ökonomischen Analyse von Haftungsregelungen im Konzern Debus(1990), Geiger(1993), Lehmann(1986), Noll(1992).

Wertverlusten des Eigenkapitals, so daß komplementär die Marktwertsumme der Forderungsansprüche gegenüber Mutter und Tochter entsprechend ansteigt. Ein Haftungsverbund erhöht also die Marktwertsumme aller Forderungsansprüche, während die Anteilseigner an einer Parzellierung in möglichst viele, durch haftungsrechtliche Schotten getrennte Einheiten interessiert sind¹³⁵.

Eine Quantifizierung dieser Umverteilungseffekte ist grundsätzlich möglich, indem die Zahlungsansprüche der Eigen- und Fremdkapitalgeber, die sich gemäß der in Abschnitt 3.1.2.3 beschriebenen Teilungsregeln ergeben, mit Hilfe einer bestimmten Verteilungsfunktion bewertet werden. Hier soll allerdings nur der einfachere Fall einer 100%-igen Tochtergesellschaft ohne Minderheitenanteile betrachtet werden, da dem sonst erheblich höheren formalen Aufwand kaum zusätzliche Erkenntnisse gegenüber stehen. Es wird unterstellt, daß alle Anteile an einem Unternehmen 1 von einem Unternehmen 2 gehalten werden. Verfügen die Gläubiger des Unternehmens 1 über ein Durchgriffsrecht, dann können sich für die Anteilseigner von Unternehmen 2 nur dann positive Residualgewinne ergeben, wenn die Summe der Zahlungsüberschüsse $x_1 + x_2$ der Leistungsbereiche größer ist als die Summe der Rückzahlungsbeträge $B_1 + B_2$. Unter Verwendung von Gleichung (3.3-2) folgt hieraus mit Hilfe des in Anhang C bewiesenen Lemmas für den Wert der auf die Anteile an Unternehmen 2 entfallenden Residualgewinne:

$$\begin{aligned}
 (3.3-10) \quad E(R_2) &= E(\max(x_1 + x_2 - B_1 - B_2, 0)) \\
 &= E(x_1 + x_2) - B_1 - B_2 + \int_0^{B_1+B_2} P(x_1 + x_2 < t) dt \\
 &= E(x_1 + x_2) - B_1 - B_2 + \int_0^{B_1+B_2} F(t, B_1 + B_2 - t) dt
 \end{aligned}$$

¹³⁵ Ein besonders krasses Beispiel ist der Fall eines New Yorker Taxi - Konzerns, der sich in 150 Einzelgesellschaften mit je 2 Taxis aufgespalten hatte, vgl. dazu Vagts(1988)S.41.

Im Fall einer Haftungsseparation erhält man dagegen wegen $a_{21} = 1$, $a_{12} = 0$ unmittelbar aus (3.3-9):

$$(3.3-11) \quad E(R_2) = E(x_1 + x_2 - FX_1 - FX_2) \\ = E(x_1 + x_2) - B_1 - B_2 + \int_0^{B_1+B_2} H(t) dt$$

mit

$$H(t) = \begin{cases} F(t, \infty) & \text{für } t \leq B_1 \\ F(t, B_1 + B_2 - t) & \text{für } B_1 < t \leq B_2 + B_1 \end{cases}$$

Der Unterschied zwischen den Ergebnissen (3.3-10) und (3.3-11) bestehen also darin, daß für $t < B_1$ - also in den Fällen, in denen das Tochterunternehmen insolvent wird – bei Haftungsseparation über eine Randverteilung integriert wird, während im Falle eines Haftungsverbundes im zweiten Argument der unter dem Integral stehenden Verteilungsfunktion ∞ durch $B_1 + B_2 - t$ ersetzt wird. Die Verteilungsfunktion nimmt dann einen kleineren Wert an, so daß sich der bei der Bewertung des Fremdkapitals zu berücksichtigende, gemäß Gleichung (3.3-1) durch das Integral über die Verteilungsfunktion gegebene Abschlag für Ausfallrisiken aufgrund des Durchgriffsrechtes reduziert. Der Wert des Fremdkapitals wird dadurch größer, während sich umgekehrt der Wert des Eigenkapitals entsprechend verringert.

3.3.3.3 Konsequenzen für das Investitionsverhalten

Um die ökonomische Effizienz unterschiedlicher Haftungsregelungen im Konzern zu analysieren, sind zunächst die dadurch hinsichtlich der Investitionsentscheidungen induzierten Verhaltensanreize zu betrachten. Dabei ist zum einen auf die Auswirkungen auf das Unterinvestitionsproblem und zum anderen auf die Konsequenzen für den Anreiz zur Risikoerhöhung durch Asset Substitution einzugehen.

Zunächst ist hinsichtlich des Unterinvestitionsproblems die These von Schenk(1997b)S.91ff. zu überprüfen, wonach derartige Unterinvestitionsprobleme im Konzern durch Haftungsseparation beseitigt werden können, weshalb die Haftungsseparation als erhaltenswürdige Institution einzustufen sei. Schenk betrachtet ein Unternehmen, das zusätzlich zu einem bereits beste-

henden Projekt noch eine Ergänzungsinvestition durchführen kann, wobei die Verteilung der Zahlungsüberschüsse x bzw. z des alten bzw. neuen Investitionsprojektes mit etwas anderen Bezeichnungen als bei Schenk wie folgt wiedergegeben werden kann:

$$\text{Umweltzustand 1: } x = 100 \quad z = 60$$

$$\text{Umweltzustand 2: } x = 200 \quad z = 75$$

Außerdem wird ein vollständiger Markt für zustandsabhängige Zahlungsansprüche vorausgesetzt, wobei der Preis dafür, in einem der beiden Umweltzustände 1 Geldeinheit zu erhalten, jeweils 0,4 Geldeinheiten beträgt. Offensichtlich entspricht dies einem Zinssatz für risikolose Anlagen in Höhe von 25%. Angenommen wird weiter, daß das neue Projekt eine Investitionssumme in Höhe von $I = 50$ erfordert, so daß sich der Kapitalwert zu $-50 + 0,4 \cdot 60 + 0,4 \cdot 75 = 4$ berechnet, und daß das Unternehmen seinen bisherigen Kreditgebern den Rückzahlungsbetrag $B = 180$ schuldet.

Schenk rechnet ausführlich nach, daß sich aus Sicht der Anteilseigner die Durchführung des neuen Projektes unabhängig davon, ob die Ergänzungsinvestition durch eine Kapitalerhöhung oder durch zusätzliche Kreditaufnahme finanziert werden soll, nicht lohnt. Es handelt sich also um ein Beispiel für ein im Standardfall entstehendes Unterinvestitionsproblem. Im Konzernfall ist aber mit der Gründung einer eigenständigen 100%-igen Tochtergesellschaft, welche dann das neue Projekt durch die Aufnahme von Fremdkapital finanziert, eine weitere Alternative gegeben. Schenk geht dabei von der abstrakten Vorstellung aus, daß die Obergesellschaft der neugegründeten Tochter kein Eigenkapital zur Verfügung stellt¹³⁶. Für die Kredite der Tochter haften also nur die Rückflüsse aus dem neuen Projekt. Ein fairer Vertrag mit den Kreditgebern der Tochter würde einen Rückzahlungsbetrag in Höhe von $B' = 65$ vorsehen, weil sich der Wert der Fremdkapitalforderung dann genau zu $0,4 \cdot 60 + 0,4 \cdot 65 = 50 = I$ berechnen würde. Die Anteilseigner profitieren, wenn sie das neue Projekt auf diese Weise durchführen, dann im Umweltzustand 2 von einem zusätzlichen Beteiligungsertrag in Höhe von $75 - 65 = 10$. Damit ist also eine alternative Finanzierungsform gefunden, bei der kein Unterinvestitionsproblem entsteht.

Als voreilig erweisen sich jedoch die weiteren Schlußfolgerungen, die Schenk(1997b)S.96 aus diesem Ergebnis bezüglich der Effizienzvorteile einer Haftungsseparation zieht: „Die im

¹³⁶ Vgl. Schenk(1997b)S.92.

Konzern mögliche Haftungsseparation besitzt in dem hier betrachteten Beispiel effizienzsteigernde Wirkungen. Das verschiedentlich geforderte Verbot der Haftungsseparation im Konzern hätte zur Konsequenz, daß die Beseitigung der hier angesprochenen Problematik nicht möglich wäre“. Problematisch an einer solchen Schlußfolgerung ist zunächst, daß eine entsprechende Vergleichsrechnung für den Fall eines Haftungsverbundes überhaupt nicht vorgenommen wurde.

Holt man dies nach, dann ist zuerst festzustellen, daß im Falle einer Haftung der Mutter für Verbindlichkeiten der Tochter ein mit den neuen Kreditgebern vereinbarter Rückzahlungsbetrag $B' = 63,235$ fair wäre¹³⁷. Eine Proberechnung zeigt, daß wegen eines im Umweltzustand 1 entstehenden Durchgriffsanspruches in Höhe von 3,235, der wegen $B = 180$ anteilig mit der Quote $3,235/(180 + 3,235)$ befriedigt wird, man für den Marktwert der Forderung der neuen Kreditgeber genau den Betrag $0,4 \cdot 63,235 + 0,4 \cdot (60 + 100 \cdot 3,235/183,235) = 50 = I$ erhält. Der Marktwert des Eigenkapitals berechnet sich jetzt zu $0,4 \cdot (200 + 75 - 180 - 63,235) = 12,706$; im ursprünglichen Schenk - Szenario beträgt dieser Marktwert dagegen nur $0,4 \cdot (200 + 75 - 180 - 65) = 12$.

Das bedeutet, daß bei einem Haftungsverbund nicht nur ebenfalls das Unterinvestitionsproblem beseitigt werden kann, vielmehr können die Anteilseigner darüber hinaus noch einen zusätzlichen Reichtumsgewinn erzielen. Auch ohne durch einschlägige gesetzliche Vorschriften dazu gezwungen zu werden, haben die Anteilseigner hier also ein Eigeninteresse daran, etwa durch die Abgabe einer Patronatserklärung die Haftungsseparation freiwillig aufzuheben. Ein einem Haftungsverbund genau entsprechendes Ergebnis könnte dabei aber auch dadurch erreicht werden, daß das gesamte Unternehmensvermögen auf die Tochter übertragen wird und damit vorrangig für die von der Tochter aufgenommenen Kredite haftet. Dies wäre dann genau der entgegengesetzte Fall zu der abstrakten Annahme bei Schenk, daß die Tochter überhaupt nicht mit Eigenkapital ausgestattet wird.

Das Ergebnis läßt sich wie folgt einsichtig machen: Bei der vorliegenden Modellkonstruktion ist der Haftungsverbund für die Gläubiger der Tochter deshalb mit keinen Vorteilen verbunden, weil der Rückzahlungsbetrag nicht fest vorgegeben ist, sondern im Falle eines Haftungs-

¹³⁷ Da bei der im Umweltzustand 1 eintretenden Insolvenz von Mutter und Tochter die verbleibende Forderung $B' - 60$ der Gläubiger der Tochter mit der Quote $q = (B' - 60)/(B' - 60 + 180)$ aus dem Vermögen $x = 100$ der Mutter befriedigt wird, ergibt sich $B' = 63,235$ aus der Bedingung $0,4 B' + 0,4 (60 + q 100) = 50$.

verbundes genau soweit reduziert wird, daß wiederum ein fairer Vertrag mit genau risikoadjustierten Konditionen abgeschlossen wird. Der Marktwert der Forderung stimmt mit dem Auszahlungsbetrag bzw. mit der Investitionssumme genau überein. Die bisherigen Kreditgeber der Muttergesellschaft erleiden dagegen einen Verlust, weil sich aus dem zusätzlich quotaal zu befriedigenden Durchgriffsanspruch ein Vermögensnachteil bei der im Umweltzustand 1 eintretenden Insolvenz ergibt¹³⁸. Diesem Vermögensnachteil der Altgläubiger steht wegen Wertadditivität eine entsprechende Wertsteigerung des Eigenkapitals gegenüber, denn im Umweltzustand 2 verbleibt aufgrund einer entsprechend geringeren Zahlung an die Gläubiger der Tochter ein größerer Residualgewinn.

Zu beachten ist, daß der Fall, daß nur die Mutter, nicht aber die Tochter insolvent wird, im vorliegenden Beispiel ausgeschlossen ist. In diesem Fall würden aber, wenn mit den Kreditgebern der Tochter ein genau fairer, an das Durchgriffsrecht angepaßter Kreditvertrag abgeschlossen und der Rückzahlungsbetrag B' entsprechend reduziert wird, die bisherigen Kreditgeber der Muttergesellschaft von einem höheren in die Haftungsmasse einfließenden Residualgewinn der Tochter profitieren. Es ist daher ausgeschlossen, daß sich auch solche Beispiele konstruieren lassen, in denen ein Durchgriffsrecht der Gläubiger der Tochter nicht den Anteilseignern der Muttergesellschaft, sondern deren Kreditgebern nützt.

Insgesamt zeigt das Beispiel von Schenk jedoch nur die Vorteile der Bildung von rechtlich gegliederten Konzernen auf, weil sich in bestimmten Fällen das Unterinvestitionsproblem beseitigen läßt, wenn neue Projekte in rechtlich selbständigen Tochtergesellschaften durchgeführt werden. Die neuen Kreditgeber erhalten dadurch ein vorrangiges Zugriffsrecht auf die Rückflüsse der Ergänzungsinvestition. Nicht gezeigt wird dagegen, daß eine solche Lösung des Unterinvestitionsproblems immer dann versperrt ist, wenn keine Haftungsseparation gilt. Selbst wenn in bestimmten Fällen eine Haftungsseparation für die Anteilseigner tatsächlich vorteilhafter sein sollte, würde daraus noch nicht zwingend folgen, daß das Unterinvestitionsproblems nicht auch bei einem Durchgriffsrecht der Gläubiger der Tochter gelöst werden könnte. Möglicherweise fällt dann nur der Gewinn der Anteilseigner etwas geringer aus.

¹³⁸ Dieses möglicherweise nicht antizipierte Ausbeutungsrisiko der Altgläubiger wird an anderer Stelle bei Schenk(1997b)S.158ff. durchaus thematisiert, ohne jedoch auf den hier herausgestellten Kritikpunkt Bezug zu nehmen.

Hinsichtlich des als zweites zu betrachtenden Anreizes zur Risikoerhöhung durch Asset Substitution wird man zunächst vermuten, daß ein solcher möglicherweise bei der Tochter gegebener Fehlanreiz abgemildert wird, wenn die Gläubiger der Tochter bei einer Insolvenz auf das Vermögen der Muttergesellschaft durchgreifen können. Tatsächlich werden alle mit der Fremdkapitalfinanzierung verbundenen Fehlanreize vollständig beseitigt, wenn das Durchgriffsrecht zur Folge hat, daß die Tochterkredite vollkommen sicher werden. Auch in diesem Zusammenhang kann jedoch für den gegenteiligen Fall, wenn auch weiterhin mit Forderungsausfällen gerechnet werden muß, ein Gegenbeispiel formuliert werden.

Dazu wird eine unverschuldete Muttergesellschaft ($B_M = 0$) betrachtet, die außer einer 100%igen Beteiligung an einer Tochter noch über ein in $t = 1$ zu einem sicheren Rückfluß in Höhe von 5 Geldeinheiten führendes Vermögen verfügt. In der Tochtergesellschaft kann statt des Investitionsprojektes IP_0 mit Verteilung der in $t = 1$ entstehenden Zahlungsüberschüsse

$$x = \begin{cases} 50 & \text{mit Wahrscheinlichkeit 20\%} \\ 101 & \text{mit Wahrscheinlichkeit 80\%} \end{cases}$$

alternativ auch folgendes Projekt IP_1 durchgeführt werden:

$$x = \begin{cases} 0 & \text{mit Wahrscheinlichkeit 10\%} \\ 100 & \text{mit Wahrscheinlichkeit 90\%} \end{cases}$$

Daß IP_1 riskanter ist als IP_0 , erkennt man daran, daß eine 20% - tige Chance auf 50 Geldeinheiten erwartungswertneutral durch eine jeweils 10% - tige Chance auf 0 bzw. 100 Geldeinheiten ersetzt wird. Da außerdem das Ergebnis 101 auf 100 reduziert wird, ergibt sich bei IP_1 ein um 0,8 geringerer Erwartungswert. Unterstellt sei weiterhin der Zins $i = 0$ sowie ein von der Tochter geschuldeter Rückzahlungsbetrag $B_T = 93$.

Besteht kein Haftungsdurchgriff, dann berechnet sich der Wert der Anteile an der Muttergesellschaft jeweils zu $5 + 0,8 \cdot (101 - 93) = 11,4$ bzw. $5 + 0,9 \cdot (100 - 93) = 11,3$, d.h. die Wahl des alternativen Projektes IP_1 würde sich aus Sicht der Anteilseigner der Muttergesellschaft nicht lohnen. Bei einem Haftungsdurchgriff gilt dagegen jeweils $0,8 \cdot (5 + 101 - 93) = 10,4$ und $0,9 \cdot (5 + 100 - 93) = 10,8$, so daß der Anreiz zur Risikoerhöhung jetzt zum Tragen kommt. Unter Berücksichtigung des induzierten Investitionsverhaltens ergibt sich für den

Wert des Fremdkapitals der Tochter statt $0,2 \cdot 50 + 0,8 \cdot 93 = 84,4$ bei Haftungsseparation im Falle eines Haftungsverbundes nur noch $0,1 \cdot 5 + 0,9 \cdot 93 = 84,2$.

Anhand eines speziellen Beispiels konnte somit ein einigermaßen kontraintuitives Ergebnis gezeigt werden: Möglicherweise wird durch ein Durchgriffsgriffsrecht der Gläubiger der Tochter ein vorher nicht gegebener Anreiz induziert, daß Risiko des Investitionsprogrammes zu erhöhen, wobei die entstehenden Nachteile die Vorteile aus dem Durchgriffsrecht überwiegen. Zwar ergibt sich, da ein insgesamt schlechteres Projekt gewählt wird, auch für die Anteile an der Mutter ein geringerer Wert von nur noch 10,8 statt vorher 11,4, d.h. ein Haftungsdurchgriff wird von den Anteilseignern ebenfalls abgelehnt. Ist das Durchgriffsrecht jedoch zwingend durch Gesetz vorgeschrieben, dann wird das angestrebte Ziel, die Gläubiger der Tochter vor Reichtumsverlusten zu schützen, nicht erreicht, sondern kehrt sich im Endeffekt ins Gegenteil um. Die von Kürsten(1994) für den Standardfall herausgestellte Tatsache, daß gewisse Plausibilitätsüberlegungen zum Risikoanreizproblem häufig durch eine eingehendere theoretische Untersuchung nicht bestätigt werden, läßt sich daher offensichtlich auch auf den Konzernfall übertragen.

3.3.3.4 Ergänzende Gesichtspunkte zur Effizienz von Haftungsregelungen im Konzern

In der Literatur wurden noch einige andere Aspekte unterschiedlicher Haftungsregelungen im Konzern betrachtet. So untersucht Debus(1990)S.73ff. mögliche Ausbeutungsrisiken für die Gläubiger einer Tochtergesellschaft, die sich bei Haftungsseparation aus einer Vermögensverlagerung von der Tochter auf die Muttergesellschaft ergeben können. Dieses Vermögen würde dann im Insolvenzfall nicht mehr für die Verbindlichkeiten der Tochter haften. Herausgearbeitet wird, daß hierdurch nur naive Gläubiger geschädigt werden können, die den Anreiz zu Vermögensverlagerungen nicht antizipieren. Wenn nicht naive Gläubiger der Tochter dagegen die gegebenen Anreize in ihr Kalkül mit einbeziehen und so durch entsprechend risikoadjustierte Konditionen kompensieren können, daß der Wert der ihnen eingeräumten Forderung mit dem Kreditauszahlungsbetrag genau übereinstimmt, dann nützt eine solche Vermögensverlagerung zunächst nur den Gläubigern der Mutter, für deren Forderungen dann ein entsprechend größeres Vermögen haftet. Dem muß aber, da mit den Gläubigern der Tochter ein fairer Kreditvertrag abgeschlossen wird und wenn sich das Realinvestitionsprogramm aufgrund solcher Verlagerungen nicht verändert, wegen Wertadditivität komplementär ein Marktwertverlust des Eigenkapitals gegenüberstehen.

Vermögensverlagerungen können sich aus Sicht der Anteilseigner also nur lohnen, wenn irgendwelche Marktunvollkommenheiten berücksichtigt werden. So könnten etwa die Transaktionskosten von Kreditverträgen in die Analyse mit einbezogen werden, wobei zwischen den Kosten der Kreditwürdigkeitsprüfung und den Kosten der ex post Überwachung zu unterscheiden ist¹³⁹: Möglicherweise entstehen bei einer Haftungsseparation geringere Kosten der Kreditwürdigkeitsprüfung, da dann nur die Verhältnisse der kreditaufnehmenden Gesellschaft, nicht aber die des gesamten Konzerns geprüft werden müssen. Dem ließen sich jedoch höhere Kosten der ex post Überwachung entgegenhalten, wenn Vermögensverlagerungen nicht kostenlos beobachtbar sind. Im Fall eines Haftungsverbundes könnte dagegen auf solche Kontrollmaßnahmen verzichtet werden. Zu einem ähnlich ambivalenten Ergebnis führt schließlich auch die Berücksichtigung von Konkurskosten, da bei einem Haftungsverbund zwar das Konkursrisiko der Tochtergesellschaft sinkt, dasjenige der Muttergesellschaften jedoch steigt¹⁴⁰.

Darüber hinaus kann abweichend von den bisherigen Annahmen unterstellt werden, daß die Manager nicht generell im Interesse der Anteilseigner handeln. Rückwirkungen aus den Investitionsentscheidungen auf das Nutzenniveau der Manager ergeben sich aber, wenn die Manager über eine Entlohnungsfunktion an den Projektergebnissen beteiligt sind. Risikoaverse Manager der Muttergesellschaft werden dann jedoch möglicherweise im Falle eines Haftungsverbundes gewisse riskante, aber grundsätzlich vorteilhafte Projekte ablehnen, während eine Haftungsseparation ein weniger risikoabgeneigtes Investitionsverhalten induzieren würde¹⁴¹. Eine Haftungsseparation kann aber wohl nicht verhindern, daß die Manager indirekt über Arbeitsplatzrisiken und durch mit einer Entwertung des Humankapitals verbundene Reputationseffekte für den Erfolg der in den Tochtergesellschaften realisierten Projekte verantwortlich gemacht werden.

Ein Hauptargument im Standardfall war schließlich die durch Haftungsbeschränkungen bedingte größere Fungibilität der Unternehmensanteile. Dieses Argument läßt sich auch auf den Konzernfall übertragen. Durch eine Haftungsseparation läßt sich der Verkauf einer Tochtergesellschaft an ein anderes Unternehmen wesentlich einfacher gestalten, was zu einer effizi-

¹³⁹ Vgl. Debus(1990)S.123ff. Den Kosten der ex post Überwachung können auch die zusätzlichen Verhandlungskosten zugerechnet werden, die im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses bei der Vereinbarung später ausübbarer Kontrollrechte entstehen.

¹⁴⁰ Vgl. Debus(1990)S.61f.

¹⁴¹ Vgl. dazu im einzelnen Debus(1990)S.148ff., Schenk(1997b)S.104ff.

enteren Allokation der in der Tochter gebündelten Unternehmensressourcen beitragen kann¹⁴². Im Falle eines Haftungsverbundes können, wie Schenk(1997b)S.97ff. anhand eines Beispiels zeigt, dagegen bestimmte Unternehmenszusammenschlüsse unvorteilhaft werden, weil möglicherweise gegebene Synergievorteile durch Wertsteigerungen des Fremdkapitals überkompensiert werden¹⁴³. Schließlich würde sich selbst dann, wenn sich in einzelnen Fällen ein Haftungsverbund als vorteilhaft erweisen sollte, damit eine Einschränkung der Vertragsfreiheit durch vorgeschriebene Haftpflichten noch nicht rechtfertigen lassen.

3.3.4 Ausschüttungssperren und Konzernbildung

3.3.4.1 Die Funktion von Ausschüttungssperren

Zahlungen der Gesellschaft an nicht persönlich haftende Gesellschafter reduzieren die Werthaltigkeit von Fremdkapitalforderungen, weil die ausbezahlten Beträge bei einer eventuellen späteren Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft dem Zugriff der Gläubiger entzogen sind. Anlaß für derartige Zahlungen können Gewinnausschüttungen, eine Kapitalherabsetzung oder auch der Rückkauf eigener Aktien sein. Wenn Zahlungen der Gesellschaft an die Anteilseigner in beliebiger Höhe möglich wären, dann bestünde die Gefahr, daß im Extremfall nur noch eine vermögenslose Hülle für die Forderungen haftet. Dieser Gefahr soll durch bestimmte Ausschüttungssperren entgegengewirkt werden¹⁴⁴.

Ziel solcher Ausschüttungssperren ist es, daß das in die Gesellschaft investierte Eigenkapital erhalten bleibt und nur die erzielten Zuwächse, d.h. die Gewinne, an die Gesellschafter ausbezahlt werden können. In einer GmbH kann gemäß §§ 29, 30 GmbHG maximal der Jahresüberschuß zuzüglich eines Gewinnvortrages bzw. abzüglich eines Verlustvortrages verteilt werden, während das zur Erhaltung des Stammkapitals erforderliche Vermögen nicht an die Gesellschafter ausbezahlt werden darf. Für den Fall einer Aktiengesellschaft wird entsprechend durch § 57 AktG das Verbot der Rückgewähr von Einlagen formuliert, während die Gewinnverteilungskompetenzen im einzelnen in § 58 AktG geregelt sind¹⁴⁵. Die Ausschüttungssperre umfaßt im Fall einer Aktiengesellschaft das Grundkapital, die durch § 150 AktG

¹⁴² Liegt dagegen ein Vertragskonzern und somit ein Haftungsverbund vor, dann müßte bei einem Verkauf der Tochter der Unternehmensvertrag beendet und dazu den Gläubigern der Tochter gemäß § 303 AktG Sicherheit geleistet werden.

¹⁴³ Unternehmenszusammenschlüsse führen auch bei einer Haftungsseparation zu Wertsteigerungen des Fremdkapitals, vgl. Abschnitt 3.3.1.2. Diese Wertsteigerungen sind jedoch bei einem Haftungsverbund noch größer.

¹⁴⁴ Zur theoretischen Analyse von Ausschüttungssperren vgl. Ewert(1986), Pfaff(1989).

¹⁴⁵ Zu den Auswirkungen der Konzernbildung auf die Gewinnverteilungskompetenzen vgl. Abschnitt 4.4.2.

vorgeschriebene gesetzliche Rücklage¹⁴⁶ und die Kapitalrücklage, in die gemäß § 272(2) HGB ein bei der Aktienemission erzieltetes Agio einzustellen ist.

Um zu verhindern, daß Ausschüttungssperren durch eine Kapitalherabsetzung umgangen werden, sind die Gläubiger dabei dadurch zu schützen, daß ihnen Sicherheit zu leisten ist¹⁴⁷; und wegen der durch § 71(2)S.2 AktG vorgeschriebenen Rücklage für eigene Aktien können Ausschüttungssperren auch nicht durch Aktienrückkauf umgangen werden. Eine weitere Ausschüttungssperre ergibt sich daraus, daß gemäß § 253(1) HGB Vermögensgegenstände höchstens mit den Anschaffungs- oder Herstellungskosten angesetzt werden dürfen. Entsprechende stille Reserven, die in den Bilanzen gar nicht erst ausgewiesen werden, sind aber den formalen Gewinnverteilungskompetenzen von vornherein entzogen.

3.3.4.2 Ausschüttungen und Konzernbildung: Grundlegende formale Zusammenhänge

Eine naheliegende Frage ist, ob durch die Bildung eines verschachtelten Konzerns irgendwie Ausschüttungssperren umgangen werden können oder ob sich dadurch umgekehrt in bestimmten Fällen das Ausschüttungspotential noch weiter reduziert. Gewinne und Verluste werden im Konzern doppelt berücksichtigt, wenn sie in Form von Beteiligungserträgen oder aufgrund von Abschreibungen auf den Beteiligungswert zusätzlich auch in der jeweiligen Obergesellschaft erfolgswirksam werden. Im folgenden ist zunächst zu zeigen, daß unter der theoretischen Annahme, daß bei der Tochter thesaurierte Gewinne oder dort entstandene Verluste in der Bilanz der Muttergesellschaft periodengleich zu entsprechenden Zu- bzw. Abschreibungen auf den Beteiligungswert führen, sich hieraus aber letztlich keine Konsequenzen für das Ausschüttungspotential ergeben.

Dazu soll von der einfachen Formel ausschüttungsfähiger Gewinn der Unternehmung i gleich Cash Flow CF_i minus Abschreibungen d_i ausgegangen werden. Der Cash Flow bezeichnet den nach der Befriedigung aller Zahlungsverpflichtungen, also insbesondere auch von Zins- und

¹⁴⁶ Gemäß § 150(1), (2) AktG ist in die gesetzliche Rücklage der zwanzigste Teil des Jahresüberschusses solange einzustellen, bis gesetzliche Rücklage und Kapitalrücklage zusammen mindestens den zehnten Teil des Grundkapitals erreichen. Ein diese Mindesthöhe übersteigender Betrag darf gemäß Absatz 3 zwar zum Ausgleich eines nicht durch einen Gewinnvortrages gedeckten Jahresfehlbetrags bzw. von Verlustvorträgen verwendet werden, gemäß Absatz 4 aber nicht direkt ausgeschüttet werden. Indirekt kann aber die Ausschüttung in den Folgejahren erhöht werden, wenn aufgrund einer solchen Verwendung der gesetzlichen Rücklage auf eine sonst zum Ausgleich der Verluste notwendige Auflösung der Gewinnrücklagen verzichtet werden kann. In späteren verlustfreien Geschäftsjahren erhöhen die ungeschmälerten Gewinnrücklagen dann den Verteilungsspielraum.

¹⁴⁷ Vgl. § 225 AktG, § 58 GmbHG. Bei einer vereinfachten Kapitalherabsetzung gilt dagegen gemäß § 230 AktG bzw. § 58b(1) GmbHG das Verbot von Zahlungen an die Gesellschafter.

Tilgungszahlungen auf das Fremdkapital, verbleibenden Zahlungsüberschuß¹⁴⁸. Aus dem Gewinn ergeben sich unter Berücksichtigung der Veränderungen der Rücklagen ΔRL_i die tatsächlichen Ausschüttungen A_i . Negative Abschreibungen sind zulässig und als Zuschreibungen zu interpretieren.

Für jede einzelne Unternehmung i gilt also:

$$(3.3-12) \quad A_i = CF_i - d_i - \Delta RL_i$$

Der gesamte Cash Flow CF_i setzt sich nun zusammen aus dem Cash Flow $CF(LB_i)$, den der Leistungsbereich der Unternehmung i generiert, und der Summe der von anderen Konzerngesellschaften j zufließenden Erträge, die sich durch Multiplikation der Ausschüttung A_j mit dem jeweiligen Kapitalanteil a_{ij} ergeben¹⁴⁹:

$$(3.3-13) \quad CF_i = CF(LB_i) + \sum_j a_{ij} A_j$$

Ebenso setzen sich die gesamten Abschreibungen d_i zusammen aus den Wertminderungen bzw. Wertzuwachsen ΔSV_i des Sachvermögens¹⁵⁰ des Leistungsbereiches i und den wieder nach Maßgabe der Kapitalanteile a_{ij} zu berücksichtigenden Änderungen ΔUW_j des Unternehmenswertes anderer Konzerngesellschaften:

$$(3.3-14) \quad d_i = - (\Delta SV_i + \sum_j a_{ij} \Delta UW_j)$$

Einsetzen in (3.3-12) ergibt:

$$(3.3-15) \quad A_i = CF(LB_i) + \Delta SV_i + \sum_j a_{ij} (A_j + \Delta UW_j) - \Delta RL_i$$

¹⁴⁸ Bei einperiodischen Kreditverträgen hätte man bei einem Rückzahlungsbetrag B_i also $CF_i = y_i - B_i$, wenn y_i wie bisher den vom Leistungsbereich und den Beteiligungen zusammen generierten Zahlungsüberschuß bezeichnet. Die abweichenden Symbole in diesem Abschnitt beruhen darauf, daß jetzt keine Beschränkung auf den einperiodischen Fall erfolgt. Außer Abschreibungen kann es natürlich noch andere Aufwendungen geben (z.B. Pensionsrückstellungen), die nicht in der selben Periode zu Auszahlungen führen, aber dennoch den Gewinn mindern. Auf die prinzipielle Gültigkeit der dargestellten Zusammenhänge hat dies jedoch keinen Einfluß.

¹⁴⁹ Auf das Problem der hier unterstellten periodengleichen Berücksichtigung von Ausschüttungen wird im nachfolgenden Abschnitt eingegangen.

¹⁵⁰ Als Sachvermögen ist hier das gesamte Unternehmensvermögen mit Ausnahme des durch die Beteiligungen gegebenen Finanzanlagevermögens aufzufassen.

Betrachtet werden soll zunächst der einfachste Fall, bei dem keine Verluste entstehen und alle Gewinne vollständig ausgeschüttet werden. Da keine Rücklagen gebildet werden, können die Wertansätze für die Beteiligungen unverändert beibehalten werden. Wegen $\Delta RL_i = \Delta UW_i = 0$ für alle i erhält man dann folgendes Ergebnis, wenn in (3.3-15) die Summe über alle i gebildet wird und in der entstehenden Doppelsumme die Reihenfolge der Indizes zulässigerweise vertauscht wird:

$$(3.3-16) \quad \sum_i (1 - \sum_j a_{ji}) A_i = \sum_i [CF(LB_i) + \Delta SV_i]$$

Dabei bezeichnet $1 - \sum_j a_{ji}$ genau den Kapitalanteil, der am Unternehmen i nicht von anderen Konzerngesellschaften j , sondern von außenstehenden Anteilseignern gehalten wird. Auf der linken Seite dieser Gleichung steht also genau die Summe der nicht an andere Konzerngesellschaften, sondern an außenstehende Anteilseigner fließenden Zahlungen. Offensichtlich ist diese Summe identisch mit der Summe der Cash Flows aller Leistungsbereiche korrigiert um die Abschreibungen $d_i = -\Delta SV_i$ auf das Sachvermögen. Dies zeigt, daß sich bei Vollausschüttung aller Gewinne genau dasselbe Verteilungspotential ergibt, als wenn die Leistungsprogramme von rechtlich selbständigen Unternehmen durchgeführt werden würden.

Als zweites ist davon auszugehen, daß bei einigen Gesellschaften Rücklagen gebildet werden oder Verluste entstehen, wobei Verluste formal als negative Rücklagenveränderungen $\Delta RL_i < 0$ berücksichtigt werden¹⁵¹. Voraussetzungsgemäß sollen durch die Wertansätze der Beteiligungen die entsprechenden Veränderungen der Rücklagen genau wiedergespiegelt werden. Es gilt also für alle i :

$$(3.3-17) \quad \Delta UW_i = \Delta RL_i$$

Summiert man unter dieser Voraussetzung die Gleichung (3.3-15) wieder über alle i , dann erhält man jetzt:

$$(3.3-18) \quad \sum_i (1 - \sum_j a_{ji}) (A_i + \Delta UW_i) = \sum_i [CF(LB_i) + \Delta SV_i]$$

¹⁵¹ Ein Verlust entsteht bei $CF_i - d_i < 0$. Ausschüttungen sind auch im Verlustfall möglich, wenn früher ausreichend Gewinne thesauriert wurden. Wegen (3.3-12) gilt im Verlustfall $\Delta RL_i = CF_i - d_i - A_i < 0$, und zwar unabhängig von $A_i = 0$ oder $A_i > 0$.

Gegenüber dem vorherigen Ergebnis (3.3-16) ergibt sich nun als einzige Veränderung, daß auf der linken Seite A_i durch die Summe $A_i + \Delta UW_i$ ersetzt wird. Für die Anteilseigner bedeutet dies, daß sich durch die Rücklagenbildung lediglich die Zusammensetzung ihres Vermögens ändert: Der aufgrund geringerer Gewinnausschüttungen sinkende Bestand an liquiden Geldmitteln wird durch die Wertsteigerungen des Anteilsbesitzes genau kompensiert. Dies ist aber genau derselbe Effekt, der auch eintritt, wenn eine rechtlich selbständige Unternehmung Rücklagen bildet, statt Gewinne auszuschütten.

3.3.4.3 Konsequenzen handelsrechtlicher Bewertungsvorschriften für Ausschüttungen im Konzern

Die oben angeführten Rechnungen gingen von der idealen Annahme aus, daß die bilanziellen Ansätze für die Beteiligungsunternehmen periodisch gemäß Gleichung (3.3-17) entsprechend der dortigen Bildung oder Auflösung von Rücklagen korrigiert werden¹⁵². Tatsächlich sind jedoch gemäß den für die Einzelbilanzen einschlägigen handelsrechtlichen Bewertungsvorschriften die Beteiligungen mit den Anschaffungskosten anzusetzen, die nur bei voraussichtlich dauerhaften Wertminderungen um außerplanmäßige Abschreibungen nach § 253(2) S.3 HGB gemindert werden können. Zuschreibungen gemäß § 280(1) HGB sind nur dann vorzunehmen, wenn die Gründe für frühere außerplanmäßige Abschreibungen wieder wegfallen¹⁵³.

Die Thesaurierung von Gewinnen in Tochtergesellschaften ist daher kein zulässiger Grund, um in der Bilanz der Muttergesellschaft Zuschreibungen auf den Beteiligungswert vorzunehmen. Damit ist aus bilanztheoretischer Sicht die eigentliche, häufig nicht deutlich genug herausgestellte Ursache für den sogenannten Tresoreffekt aufgezeigt. Der Tresoreffekt bezeichnet den Umstand, daß den Anteilseignern der Muttergesellschaft die Verfügungsgewalt über die Gewinnverwendung entzogen wird, soweit Gewinne in den Töchtern thesauriert werden¹⁵⁴. Offensichtlich ist ein solches Aushungern aber nur deshalb möglich, weil in der Bilanz der Muttergesellschaft im Zusammenhang mit der bei Tochter vorgenommenen Gewinnthesaurierung keine entsprechende Zuschreibung auf den Beteiligungswert erfolgt und dort somit auch kein verteilungsfähiger Gewinn entsteht. Stattdessen werden in Höhe des durch die Ge-

¹⁵² Als Equity Methode ist ein solches Verfahren gemäß § 312(4) HGB für assoziierte Unternehmen in der für die Ausschüttungsbemessung allerdings nicht maßgebenden Konzernbilanz vorgesehen.

¹⁵³ Diese Vorschrift findet nur bei Kapitalgesellschaften Anwendung.

¹⁵⁴ Vgl. Schneider(1985)S.501f. sowie nachfolgend Abschnitt 4.4.2.

winnthesaurierung bedingten Wertzuwachses der Beteiligung stille, den formalen Verteilungskompetenzen entzogene Reserven gebildet.

Darüber hinaus kann ein Phasenverschiebungseffekt entstehen, wenn die Tochter zwar Gewinne an die Muttergesellschaft ausschüttet, diese Ausschüttungen dort aber nicht im selben Geschäftsjahr erfolgswirksam berücksichtigt werden können. Ein solcher Fall ist möglich, wenn in den Tochtergesellschaften nicht frühzeitig über die Gewinnverwendung entschieden wird und man der Ansicht folgt, daß der Zeitpunkt des Gewinnverwendungsbeschlusses den gemäß § 252(1) Nr.4 HGB für die Realisation der Beteiligungserträge maßgebenden Zeitpunkt definiert¹⁵⁵. In einem mehrstufigen Konzern wirkt sich der hieraus resultierende Phasenverschiebungseffekt je nach Anzahl der Beteiligungsstufen entsprechend stärker aus. Liegt ein Gewinnabführungsvertrag vor, dann sind die Beteiligungserträge allerdings zeitgleich zu berücksichtigen¹⁵⁶.

Ein Effekt in umgekehrter Richtung entsteht dagegen, wenn in einigen Tochtergesellschaften Verluste anfallen. In einer rechtseinheitlichen Unternehmung würden die Verluste einer unselbständigen Betriebsstätte unmittelbar den gesamten ausschüttungsfähigen Gewinn reduzieren. Handelt es sich dagegen um eine rechtlich selbständige Tochtergesellschaft, dann wird dieser Zusammenhang zumindest teilweise entkoppelt. Zu Gewinnschmälerungen bei der Muttergesellschaft kommt es nur, wenn die Verluste wegen voraussichtlich dauerhafter Wertminderungen gemäß § 252(2)S.3 HGB zu Abschreibungen auf den Beteiligungswert führen, wobei, wenn es sich nicht um eine 100%-ige Tochter handelt, darüber hinaus die Wertminderung der Beteiligung nur anteilig zugerechnet wird. Die rechtliche Gliederung des Konzerns kann in diesen Fällen das Ausschüttungspotential also auch erhöhen¹⁵⁷.

In der Literatur wird insbesondere auf die bei konzerninternen Transaktionen gegebenen Manipulationsmöglichkeiten hingewiesen¹⁵⁸. Ursache hierfür ist, daß die das Ausschüttungspotential bestimmenden handelsrechtlichen Bewertungsprinzipien an der einzelnen rechtlichen Einheit und nicht an der Konzerngesamtheit ansetzen. So kann das Realisationsprinzip durch die Ausschüttung von konzerninternen, nicht am externen Markt realisierten Zwischengewin-

¹⁵⁵ Vgl. dazu Adler/Düring/Schmaltz(1995) § 252 HGB Randnummer 82.

¹⁵⁶ Vgl. etwa Schildbach(1993)S.56.

¹⁵⁷ Wenn Verluste einer Tochtergesellschaft nicht zu entsprechenden Abschreibungen auf den Beteiligungswert führen, dann kann der Fall eintreten, daß zwar die Konzernbilanz, nicht aber die Einzelbilanz des Mutterunternehmens Verluste ausweist. Da die Konzernbilanz jedoch nicht Bemessungsgrundlage für die Gewinnverteilung ist, befürwortet Schneider(1988)S.272 in solchen Fällen zusätzliche konzernbedingte Ausschüttungsperrn.

¹⁵⁸ Vgl. Stützel(1960)S.949f., Ordeltz(1987), Busse von Colbe(1988).

nen umgangen werden, obwohl bei konzerninternen Transaktionen Marktrisiken nicht beseitigt, sondern nur auf andere Konzerngesellschaften verlagert werden. Ein geringeres Ausschüttungspotential der Mutter ergibt sich dagegen, wenn aufgrund des Vorsichtsprinzips der für eine Forderung gegenüber einer Tochtergesellschaft angesetzte Wert niedriger ist als die bei der Tochter passivierte Verbindlichkeit. Die Anwendung des Imparitätsprinzips kann auf der Ebene der Einzelgesellschaften dann fragwürdig werden, wenn eine Berücksichtigung z.B. von Fremdwährungsrisiken deshalb nicht angezeigt ist, weil die fraglichen Risiken auf Konzernebene durch entsprechende Gegenpositionen in anderen Konzerngesellschaften gehedgt sind¹⁵⁹.

Darüber hinaus läßt sich durch konzerninterne Transaktionen über eine Manipulation von Anschaffungskosten eine nahezu beliebige Neubewertung von Vermögensgegenständen und entsprechend die Auflösung stiller Reserven erreichen. Debus(1990)S.12 betrachtet den Fall, daß ein Vermögensgegenstand zu einem bestimmten Preis an eine Tochtergesellschaft veräußert und direkt anschließend von der Muttergesellschaft zum selben Preis wieder zurückgekauft wird. Da sich ein solcher Vorgang überhaupt nicht in der Bilanz der Tochtergesellschaft niederschlagen würde, entstehen der Tochtergesellschaft dabei auch keine Nachteile, die zu einem Ausgleich gemäß § 311 AktG verpflichten würden. Bei der Muttergesellschaft kann dagegen der der Transaktion zugrunde liegende Preis als Anschaffungskosten angesetzt werden.

¹⁵⁹ Vgl. zu diesen Beispielen Schildbach(1993)S.55.

4. Teil

Mitsprache- und Kontrollrechte im Konzern

4.1 Einführung

In diesem Abschnitt soll zunächst - ohne speziell auf die Konzernbildung Bezug zu nehmen - allgemein die Gestaltung von Mitsprache- und Kontrollrechten in Finanzierungsverträgen betrachtet werden. Da Mitspracherechte bei mehreren Anteilseignern hauptsächlich durch Abstimmungen ausgeübt werden, ist außer auf die Ausstattung von Beteiligungstiteln mit Stimmrechten insbesondere auf die Festlegung geeigneter Mehrheitsregeln einzugehen.

4.1.1 Der ökonomische Wert von Mitspracherechten

Aus institutionenökonomischer Sicht konstituiert sich die Unternehmung als ein Netz von Verträgen zwischen Lieferanten, Kunden, Arbeitnehmern, Kreditgebern und den das Eigenkapital bereitstellenden Investoren¹⁶⁰. Dabei kann auf die Zuweisung von Mitspracherechten an solche Vertragspartner verzichtet werden, denen vertraglich ein genau umschriebener, gegebenenfalls rechtlich einklagbarer Leistungsanspruch zugesichert wurde, zumindest soweit die tatsächliche Durchsetzbarkeit des Anspruchs außer Frage steht. Ein solcher kontraktbestimmter Leistungsanspruch liegt etwa typischerweise bei einem nicht von Ausfallrisiken bedrohten Kreditvertrag vor, wenn dabei durch einen vollständigen Zahlungsplan die späteren Zins- und Tilgungszahlungen eindeutig bestimmt sind.

Häufig wird es aufgrund von Unsicherheit jedoch nicht möglich sein, allen Vertragspartnern eindeutig definierte Leistungsansprüche zu garantieren. In bestimmten Zukunftslagen können die versprochenen Leistungen möglicherweise nicht erfüllt werden. Andererseits wäre es wegen beschränkter Rationalität mit prohibitiven Kosten verbunden, bereits beim Vertragsabschluß für alle späteren Eventualitäten die jeweils zu treffenden Entscheidungen festzulegen. Die bei der Vertragsgestaltung verbleibenden Lücken müssen daher durch die Zuweisung von Entscheidungsrechten geschlossen werden. Um entsprechenden Ausbeutungsrisiken vorzu-

¹⁶⁰ Vgl. Cheung(1983), Jensen/Meckling(1976)S.310f., Easterbrook/Fischel(1983)S.401.

beugen, sind diese Entscheidungsrechte mit den Anwartschaften auf die ex ante unbestimmten Residualgewinne zu verknüpfen, also regelmäßig den Eigenkapitalgebern zuzuordnen¹⁶¹.

Wird das Eigenkapital von mehreren Personen zur Verfügung gestellt, dann müssen darüber hinaus auch innerhalb der Gruppe der Eigenkapitalgeber bestimmte Mechanismen der Entscheidungsfindung vereinbart werden. Die Mitspracherechte werden dann im wesentlichen durch Abstimmungen ausgeübt. Soweit jedoch die Eigenkapitalgeber Nutzenvorteile ausschließlich aus den durch die Beteiligungstitel verbrieften Zahlungsanwartschaften erzielen können, wird es unter den Bedingungen eines vollkommenen Kapitalmarktes zwischen den Anteilseignern nicht zu Interessenkonflikten kommen, weil Investitionsentscheidungen dann von den individuellen Konsumplänen getrennt werden können und daher weder von den jeweiligen Präferenzen noch vom vorhandenen Anfangsvermögen abhängig sind¹⁶². Optimal für alle Anteilseigner ist dann diejenige Investitionspolitik, welche mit dem Marktwert des gesamten Eigenkapitals auch den Marktwert der einzelnen Kapitalanteile maximiert¹⁶³.

Da unter diesen Bedingungen eine den Marktwert maximierende Investitionspolitik im einmütigen Interesse aller Eigenkapitalgeber liegt und daher kein unterschiedliches Abstimmungsverhalten zu erwarten ist, könnten die Investitionsentscheidungen auch an einzelne Anteilseigner delegiert werden, ohne daß der Verzicht auf Mitspracherechte für die übrigen Anteilseigner mit Nachteilen verbunden wäre. Die häufig zu beobachtenden Kursdifferenzen zwischen stimmrechtslosen Vorzugsaktien und Stammaktien mit Stimmrecht zeigen jedoch, daß die entsprechenden Bedingungen in der Realität offensichtlich nicht erfüllt sind. Der in

¹⁶¹ Vgl. z.B. Easterbrook/Fischel(1983)S.403f., Franke/Hax(1994)S.3ff., Wenger(1993). Bei Insolvenz, wenn also die Forderungen zu einer letztangigen Residualgröße werden, erfolgt jedoch eine Neuordnung der Entscheidungsrechte an die Kreditgeber. Für modelltheoretische Analysen einer solchen zustandsabhängigen Zuweisung von Kontrollrechten bei der Kreditfinanzierung vgl. Aghion/Bolton(1992), Hart(1995)S.95ff. Zusätzlich ist jedoch zu berücksichtigen, daß die Kreditgeber bei einem nicht vernachlässigbaren Ausfallrisiko auf Kontrollrechte bestehen werden, die bereits ausgeübt werden können, bevor tatsächlich Überschuldung oder Insolvenz eintritt.

¹⁶² Dieses Separationstheorem geht auf Fisher(1930) zurück.

¹⁶³ Vgl. De Angelo(1981). Konflikte zwischen den Anteilseignern können nur hinsichtlich der Zeit- und Risikostruktur der durch die Investitionsentscheidungen bestimmten zukünftigen Zahlungsrückflüsse bestehen. Anteilseigner, die eine andere als die den Marktwert maximierende Struktur des Zahlungsstromes präferieren, können den von ihnen präferierten Zahlungsstrom günstiger am als vollkommen unterstellten Kapitalmarkt erwerben und diesen Erwerb durch die Veräußerung ihrer Anteile zum entsprechend höheren Marktwert finanzieren, wobei noch ein zusätzlicher konsumfähiger Überschuß verbleibt.

den meisten Fällen niedrigere Kurs der Vorzüge weist darauf hin, daß Mitsprachemöglichkeiten via Stimmrechtsausübung nicht wertlos sind¹⁶⁴.

Wegen der offensichtlichen Werthaltigkeit von Mitspracherechten ist anzunehmen, daß durch die Kontrolle der Unternehmenspolitik zusätzlich zu den Zahlungsanwartschaften auch noch gewisse Sondervorteile erzielt werden können. Diese Sondervorteile kommen nur der jeweiligen Mehrheit, nicht aber den überstimmten Minderheiten zugute. Der gesamte aus dem Einsatz der Unternehmensressourcen erzielbare Ertrag ist damit durch die Summe $UW + S$ aus Unternehmenswert UW , der als Börsen- bzw. Marktwert des Eigenkapitals gegeben ist¹⁶⁵, und dem für die Sondervorteile anzusetzenden Betrag S gegeben.

Beispiele für derartige Sondervorteile sind vielfältig¹⁶⁶. Genannt werden können etwa Aufsichtsratsstantiemen oder lukrative Beraterverträge. Bedeutender für die vorliegende Untersuchung sind, wenn die Kontrolle durch ein anderes Unternehmen aufgrund einer Mehrheitsbeteiligung ausgeübt wird, Sondervorteile, die auf manipulierten Verrechnungspreisen, nicht marktüblich verzinsten konzerninternen Darlehen oder überhöhten Lizenzgebühren beruhen. Sondervorteile können sich schließlich auch daraus ergeben, daß über eine Mehrheitsbeteiligung ein wettbewerbsbeschränkender Einfluß auf einen Konkurrenten ausgeübt wird und das herrschende Unternehmen somit entsprechend höhere Umsätze und Gewinne erzielen kann.

Aus der Höhe derartiger Sondervorteile leitet sich der ökonomische Wert von Mitspracherechten ab. Z.B. ist ein Aufkäufer, der in den Genuß solcher Sondervorteile kommen möchte, nur am Erwerb einer ausreichenden Anzahl von Stimmen, nicht aber am Kauf von stimmrechtslosen Vorzugsaktien interessiert. Mit dieser Schlechterstellung im Fall einer möglichen Unternehmensübernahme kann der niedrigere Kurs von stimmrechtslosen Vorzügen begründet werden¹⁶⁷. Ebenso können auch die in der Praxis häufig bezahlten Paketaufschläge, wenn durch den Erwerb der entsprechenden Pakete eine Kontrollposition erreicht werden kann, mit dem Hinweis auf mögliche Sondervorteile erklärt werden. Die Höhe der Paketaufschläge ist

¹⁶⁴ Dabei ist zu beachten, daß wegen § 139 AktG den Vorzugsaktionären in allen Zukunftslagen mindestens die gleichen, in bestimmten Fällen sogar höhere Zahlungen zufließen als den Stammaktionären, so daß aufgrund dieser Dominanzbeziehung Vorzüge nicht niedriger als Stammaktien notieren können, wenn es nur auf die verbrieften Zahlungsanwartschaften ankäme, vgl. Hartmann-Wendels/von Hinten(1989)S.263. Weber/Berg/Kruse (1992) haben das Kursverhältnis von Vorzugsaktien zu Stammaktien für den Zeitraum 1977 bis 1989 untersucht. Das Kursverhältnis war zu Beginn größer als 1 und fiel bis 1989 auf 0,87.

¹⁶⁵ Das Fremdkapital wird also bei der folgenden Analyse nicht weiter berücksichtigt, was zugleich ein Hinweis für mögliche zukünftige Forschungsarbeiten ist.

¹⁶⁶ Für eine Auflistung möglicher Sondervorteile vgl. auch Stützel(1960)S.962ff.

¹⁶⁷ Für eine ausführliche Betrachtung vgl. Hartmann-Wendels/von Hinten(1989)S.279ff.

ein Indiz dafür, wie effektiv Minderheiten durch die einschlägigen rechtlichen Bestimmungen vor einer Ausbeutung durch die kontrollierende Mehrheit geschützt werden¹⁶⁸.

4.1.2 Zur Optimalität von One Share - One Vote

Neben den bereits erwähnten stimmrechtslosen Vorzugsaktien sind auch Aktien mit mehrfachen Stimmrecht¹⁶⁹ Beispiele dafür, daß die von einer Gesellschaft ausgegebenen Beteiligungstitel unterschiedlich mit Stimmrechten ausgestattet sein können¹⁷⁰. Indem in bestimmter Weise von One Share - One Vote abgewichen wird, kann die Gesellschaft unter Umständen auch mit einem sehr kleinen effektiven Kapitalanteil vollständig kontrolliert werden, so daß möglicherweise statt des Unternehmenswertes die Höhe der Sondervorteile maximiert wird. Auf die optimale Gestaltung der Stimmrechtsstruktur soll kurz eingegangen werden, weil ähnliche Argumentationsmuster später auch bei der Analyse des Minderheitenschutzes anzuwenden sind.

Grossman/Hart(1988) haben die Effizienz von One Share - One Vote modelltheoretisch analysiert¹⁷¹. Gefragt wird nach derjenigen Ausstattung der Beteiligungstitel mit Stimmrechten, die den gesamten Marktwert des Unternehmens maximiert, wobei der Marktwert der verschiedenen Aktiengattungen auch die möglichen Gewinne bzw. Verluste im Fall einer eventuellen späteren Unternehmensübernahme reflektiert. Vereinfachend wird dabei von maximal zwei verschiedenen Aktiengattungen ausgegangen¹⁷². Um die Kontrolle über die Unternehmung zu erlangen, muß ein möglicher Aufkäufer ein Übernahmeangebot für alle Aktien entweder einer oder beider Aktiengattungen machen¹⁷³. Das amtierende Management kann versuchen, den Übernahmeversuch durch ein konkurrierendes Übernahmeangebot abzuwehren. Außerdem wird unterstellt, daß sich vor dem Übernahmeversuch alle Anteile im Streubesitz

¹⁶⁸ Vgl. Stützel(1960)S.967.

¹⁶⁹ Zu Mehrstimmrechtsaktien in Deutschland vgl. Vogl-Mühlhaus(1998). Die RWE AG hatte z.B. neben einfachen Stammaktien sowohl stimmrechtslose Vorzügen als auch Mehrstimmrechtsaktien ausgegeben. Bei der 1998 erfolgten Abschaffung der Mehrfachstimmrechte wurde dann die Entschädigung der kommunalen Mehrstimmrechtsaktionäre durch die Ausgabe von Umwandlungsscheinen finanziert, die zum Tausch von stimmrechtslosen Vorzügen in einfache Stammaktien berechtigten. Aus dem Erlös wurde den Kommunen eine Entschädigung in Höhe von 1,4 Milliarden DM gezahlt, vgl. Süddeutsche Zeitung 1998, Nr. 96.

¹⁷⁰ Im theoretisch denkbaren Extremfall werden Stimmrechte und Dividendenansprüche völlig getrennt gehandelt, vgl. dazu Elschen(1988).

¹⁷¹ Vgl. dazu auch Hart(1995)S.186ff., Adams(1990). Ein ähnlicher modelltheoretischer Ansatz liegt auch den Arbeiten von Harris/Raviv(1988) und (1989) zugrunde.

¹⁷² Zu den einzelnen Modellvoraussetzungen vgl. Grossman/Hart(1988)S.182ff.

¹⁷³ Zur Möglichkeit von Teilangeboten und der dann relevant werdenden Mehrheitsregel vgl. den unmittelbar folgenden Abschnitt 4.1.3.

befinden, insbesondere hält also das Management vorab keine eigenen Anteile am Unternehmen.

Existiert nur eine Aktiengattung und wird der Grundsatz One Share - One Vote beachtet, dann kann eine Kontrollposition nur über die Abgabe eines Vollübernahmeangebotes für alle Anteile der Gesellschaft erreicht werden. Die maximale Zahlungsbereitschaft ist bei einem solchen Vollübernahmeangebot durch die Summe $UW + S$ aus Unternehmenswert und Sondervorteilen gegeben, so daß derjenige Bieter gewinnen wird, unter dessen Kontrolle die Unternehmensressourcen ihrer effizientesten Verwendung zugeführt werden. Da es bei der Übernahme aller Anteile nicht mehr darauf ankommt, ob Ertrag als eigentlicher Unternehmenswert oder in Form von Sondervorteilen anfällt, ist zumindest unter allokativen Gesichtspunkten One Share - One Vote optimal¹⁷⁴. Fraglich ist jedoch, ob eine solche Stimmrechtsstruktur auch aus der ex ante Perspektive immer zu einem maximalen Marktwert des Unternehmens führt. Grossman und Hart zeigen, daß dies unter der Bedingung der Fall ist, daß entweder nur der rivalisierende Aufkäufer oder nur das amtierende Management signifikante Sondervorteile erzielen kann. Wenn dagegen beide Parteien signifikante Sondervorteile erzielen können, dann ist One Share - One Vote nicht zwingend optimal.

Dies kann anhand des folgenden Beispiels gezeigt werden, das zugleich auch den grundsätzlichen Ansatz bei Grossman/Hart verdeutlicht¹⁷⁵: Angenommen, der aktuelle Unternehmenswert sei $UW_0 = 200$ und das amtierende Management erzielt Sondervorteile $S_0 = 51$. Ein rivalisierender Aufkäufer könnte dagegen den Unternehmenswert auf $UW' = 300$ erhöhen und käme in den Genuß von Sondervorteilen $S' = 3$. Bei One Share - One Vote ist die maximale Zahlungsbereitschaft des amtierenden Managements bzw. des rivalisierenden Aufkäufers für die Übernahme aller Aktien also jeweils 251 bzw. 303. Der Aufkäufer kann also ein erfolgreiches Angebot abgeben, indem er z.B. 301 für die Übernahme aller Aktien anbietet. Da dieses Angebot auch den sich nach einer erfolgreichen Unternehmensübernahme einstellenden Unternehmenswert $UW' = 300$ überschreitet, ist sichergestellt, daß für den Streubesitz das Halten der Anteile keinesfalls lohnender als die Annahme des Übernahmeangebotes ist.

¹⁷⁴ Diese Optimalität von One Share - One Vote in Verbindung mit den hier vorausgesetzten Vollübernahmeangeboten gilt allerdings nur unter der Voraussetzung, daß sich alle Anteile in Streubesitz befinden und keine der rivalisierenden Gruppen bereits vorab am Unternehmen beteiligt ist. Ausführlich zur Effizienz zwingender Vollübernahmeangebote vgl. Abschnitt 4.3.3.

¹⁷⁵ Das Beispiel ist aus Hart(1995)S.200f. entnommen.

Nimmt man stattdessen an, daß je zur Hälfte Aktien mit bzw. ohne Stimmrecht ausgegeben wurden, dann wird das amtierende Management bzw. der rivalisierende Aufkäufer für die Übernahme aller mit Stimmrechten ausgestatteten Aktien jeweils maximal $200/2 + 51 = 151$ bzw. $300/2 + 3 = 153$ bieten. Zwar wird auch in diesem Fall der Aufkäufer mit einem überlegenen Angebot von etwas über 151 gewinnen. Da der Wert der stimmrechtslosen Aktien, wenn die Unternehmung durch den Aufkäufer kontrolliert wird, $UW'/2 = 150$ beträgt, steigt aber nunmehr das Vermögen der bisherigen Anteilseigner im Zusammenhang mit der Unternehmensübernahme auf einen Betrag von mehr als 301.

Das Beispiel verdeutlicht also, daß die Anteilseigner unter Umständen von einer differenzierten Ausgestaltung der Stimmrechtsstruktur profitieren können, wenn mehrere Parteien um Sondervorteile konkurrieren. Durch diesen „Surplus Extraction Effekt“ werden die allokativen Vorteile von One Share - One Vote in bestimmten Fällen überkompensiert. Wie erwähnt zeigen Grossman/Hart, daß dies zumindest dann nicht eintreten kann, wenn nur eine Partei signifikante Sondervorteile erzielen kann. Dieser Fall wird von ihnen als besonders relevant erachtet.

4.1.3 Optimale Mehrheitsregeln

In dem erwähnten Beitrag von Grossman/Hart(1988) wird auch die optimale Wahl der Mehrheitsregel betrachtet. Dazu werden Teilangebote (Restricted Offers) als zulässig unterstellt, die es erlauben, auch Angebote für weniger als 100% aller Aktien einer Gattung abzugeben. Sind Teilangebote möglich, dann hängt es nicht nur von der Ausstattung der Beteiligungstiteln mit Stimmrechten, sondern auch von der geltenden Mehrheitsregel ab, wieviele Aktien für die Sicherung einer Kontrollposition erworben werden müssen. Kann eine Mehrheit bereits mit einer geringen Anzahl von Stimmen erreicht werden, dann werden auch bei One Share - One Vote tendenziell solche Aufkäufer begünstigt, die zwar hohe Sondervorteile, aber nur einen geringen Unternehmenswert produzieren. Wird dagegen ein hohes Quorum verlangt, dann kann das amtierende Management einen Übernahmerversuch möglicherweise leichter mit Hilfe einer entsprechend kleineren Sperrminorität blockieren. Aufgrund derartiger Überlegungen kommen Grossman/Hart(1988)S.194 zu dem Ergebnis, daß je nachdem, ob das amtierende Management oder der rivalisierende Aufkäufer höhere Sondervorteile erzielen kann,

eine einfache Mehrheitsregel oder eine Einstimmigkeitsregel jeweils in Verbindung mit One Share - One Vote optimal ist¹⁷⁶.

Allerdings sind gegen die Argumentation von Grossman und Hart Einwände möglich, die anhand eines von den Autoren selbst verwendeten Beispiels illustriert werden sollen¹⁷⁷: Angenommen, der Unternehmenswert beträgt, wenn das Unternehmen durch das amtierende Management bzw. den rivalisierenden Aufkäufer kontrolliert wird, jeweils $UW_0 = 100$ bzw. $UW' = 200$. Obwohl in diesem Fall der Aufkäufer den Unternehmenswert verdoppeln könnte, wäre nach Ansicht von Grossman und Hart das Management bei One Share - One Vote und einer Mehrheitsregel mit einem sehr hohen Quorum von z.B. $\rho = 95\%$ in der Lage, den Übernahmever such durch ein überlegenes Teilangebot für 5% aller Aktien zu blockieren, wenn bei einem solchen Angebot ein Preis $P = 201$ für das gesamte Unternehmen unterstellt wird. Ein solches Angebot würde sich dann lohnen, wenn für die Sondervorteile S_0 des Managements $S_0 + 0,05 UW_0 > 0,05 P$ bzw. $S_0 > 5,05$ gelten würde, und könnte vom Aufkäufer, wenn dieser selber keine Sondervorteile erzielen kann, nicht überboten werden.

Zunächst haben Grossman und Hart hier anscheinend übersehen, daß sie ansonsten in ihrem Beitrag von der Beachtung der pro-rata-Regel ausgehen, d.h. bei einem überzeichneten Teilangebot wäre jedem Aktionär ein proportional gleicher Anteil der angebotenen Aktien wieder zurückzureichen¹⁷⁸. Nehmen also z.B. alle Aktionäre das Übernahmeangebot des Managements an¹⁷⁹, dann muß jeder Aktionär damit rechnen, daß ihm jeweils 95% der eingereichten Aktien zurückgegeben werden. Da sich der Wert der zurückgegebenen Anteile im Fall einer durch das Management kontrollierten Unternehmung aus dem Unternehmenswert $UW_0 = 100$ ableitet, berechnet sich der tatsächliche Wert des Teilangebotes zu $0,05 P + 0,95 UW_0 = 105,05$. Dieser Wert kann aber vom rivalisierenden Aufkäufer durch ein höheres Angebot für 100% aller Aktien überboten werden. Man kann allgemein zeigen, daß Teilangebote zusammen mit der pro-rata-Regel immer zu demselben Ergebnisse führen wie Vollübernahmeange-

¹⁷⁶ Adams(1990)S.70 hält dagegen eine einfache Mehrheitsregel zusammen mit One Share - One Vote für optimal, wenn nicht bekannt ist, welche Partei höhere Sondervorteile erzielen kann, weil dann beide Seiten symmetrisch behandelt werden. Vgl. ebenso auch Harris/Raviv(1988)S.221.

¹⁷⁷ Vgl. zu diesem Beispiel Grossman/Hart(1988)S.182.

¹⁷⁸ Zur Voraussetzung der pro-rata-Regel vgl. jedenfalls Grossman/Hart(1988)S.194. Die pro-rata-Regel ist in den USA aufgrund Sec.14(d)6 des Williams Act von 1968 zwingende Verkehrsregel für öffentliche Übernahmeangebote.

¹⁷⁹ Tatsächlich wird das Angebot bei homogenen Erwartungen über den Erfolg des Übernahmever suches entweder von allen oder von keinem Aktionär angenommen.

bote¹⁸⁰. Vorausgesetzt wurde dabei, daß das Management vorab keine Sperrminorität hält und eine solche auch nicht über die Börse erwerben kann, ohne daß dabei die Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebotes ausgelöst wird.

Unterstellt man jedoch im Gegensatz zu den Annahmen bei Grossman und Hart, daß das Management bereits vorab mit einer ausreichend großen Sperrminorität am Unternehmen beteiligt ist, dann erleichtert ein hohes Quorum tatsächlich die Blockade von Übernahmeversuchen. Gilt eine 95%-Regel und ist das Management bereits mit 5% plus einer Aktie am Unternehmen beteiligt, dann ist ein späterer Aufkäufer darauf angewiesen, daß das Übernahmeangebot auch vom amtierenden Management angenommen wird. Im gewählten Zahlenbeispiel bedeutet dies, daß bei $S_0 > 5,05$ und $UW_0 = 100$ einem Übernahmeangebot ein Preis P für das Unternehmen zugrunde gelegt werden muß, der $0,05 P > 0,05 UW_0 + S_0$ bzw. $P > UW_0 + S_0/0,05 > 201$ erfüllt¹⁸¹. Der Übernahmeversuch kann jetzt also erfolgreich blockiert werden, da sich ein höheres Angebot als 200 für den Aufkäufer nicht rechnen würde. Ein möglicher Erklärungsansatz für eine optimale Mehrheitsregel könnte also darin bestehen, daß ein hohes Quorum die Blockade effizienter Übernahmen durch eine amtierende, nur mit einer geringen Sperrminorität beteiligten Kontrollgruppe erleichtert, während umgekehrt durch ein geringes Quorum solche Übernahmen erleichtert werden, die vielleicht eher auf die Erzielung von Sondervorteilen ausgerichtet sind.

Dieses Ergebnis, wonach höhere Mehrheitserfordernisse eine Verschanzung gegenüber Übernahmeversuchen erleichtern, beruht aber auf der weiteren Voraussetzung, daß Übernahmeangebote mit Gleichbehandlung obligatorisch sind: Alle Aktionäre können ihre Anteile zu dem selben Preis wie die amtierende Kontrollgruppe verkaufen und gegebenenfalls ist die pro-rata-Regel zu beachten. Eine noch genauer zu analysierende Auswirkung obligatorischer Übernahmeangebote besteht darin, daß Unternehmensübernahmen gewissermaßen künstlich verteuert werden, da Anteilseignern, die bisher nicht von Sondervorteilen profitierten, ebenso wie der Kontrollgruppe eine entsprechende Prämie zu zahlen ist. Ohne eine solche Vorschrift könnte eine Entschädigung des amtierenden Managements für wegfallende Sondervorteile dagegen gesondert ohne Beteiligung der übrigen Aktionäre z.B. durch zusätzliche Berater-

¹⁸⁰ Vgl. Bebchuk(1994)S.969 sowie Abschnitt 4.3.3.2. Im hier gewählten Beispiel wird dies dadurch deutlich, daß der tatsächliche Wert 105,05 des Angebotes bei $UW_0 = 100$ und $S_0 = 5,05$ genau der Summe $UW_0 + S_0$ entspricht.

¹⁸¹ Allgemein folgt aus $(1-p) P > (1-p) UW_0 + S_0 \Leftrightarrow P > UW_0 + S_0/(1-p)$, daß die relevante Preisuntergrenze eine steigende Funktion der Mehrheitsregel p ist, d.h. eine Blockade des Übernahmeversuches wird mit zunehmenden p wahrscheinlicher.

verträge oder Aufsichtsratsmandate erfolgen. Ist eine solche zusätzliche Kompensation einzelner Anteilseigner für die bisherigen Sondervorteile gegeben, dann würde sich der bei einem Verkauf der Anteile geforderte Mindestpreis immer aus dem bisherigen Unternehmenswert UW_0 ableiten. Eine Blockade von mit einer Effizienzsteigerung verbundenen Unternehmensübernahmen wäre dann ausgeschlossen.

Zweck obligatorischer Übernahmeangebote ist es, die Minderheiten vor solchen Unternehmensübernahmen zu schützen, die zu einem sinkenden Unternehmenswert führen und bei denen es der Aufkäufer vor allem auf Sondervorteile abgesehen hat¹⁸². Ein tiefergehender Ansatz müßte nun aber fragen, warum der angestrebte Minderheitenschutz nicht einfach dadurch erreicht wird, daß eine Einstimmigkeitsregel, bei der es quasi definitiv keine Minderheiten geben kann, vereinbart wird. Erst durch die Einführung einer Mehrheitsregel wird ein Schutz durch zwingende Übernahmeangebote überhaupt notwendig. Ohne solche Übernahmeangebote kann es – sieht man zunächst von Transaktions- und Verhandlungskosten ab – dagegen selbst bei einer Einstimmigkeitsregel trotz des dann geltenden allgemeinen Vetorechts nicht zur Blockade effizienter Übernahmeversuche kommen.

Beim Wettbewerb rivalisierender Kontrollgruppen würde dann vielmehr immer diejenige Partei gewinnen, die die Unternehmensressourcen ihrer effizientesten Verwendung zuführt, und zwar unabhängig davon, ob eine Gruppe bereits vorab am Unternehmen beteiligt ist oder nicht. Da bei einer effizienteren Verwendung der Ressourcen zusätzlicher Ertrag entweder als Unternehmenswert oder auch in Form von Sondervorteilen entsteht, kann mit Hilfe geeigneter Entschädigungsvereinbarungen immer ein zu einer Pareto-Verbesserung führender Verteilungsschlüssel ausgehandelt und, da niemand im Vergleich zum bisherigen Zustand schlechter gestellt wird, einstimmig beschlossen werden. Zugleich werden auch alle ineffizienten Übernahmeversuche, die zu einer Schlechterstellung zumindest einiger Anteilseigner führen würden, aufgrund des allgemeinen Vetorechts blockiert. Alle Widersprüche zwischen individuellen Vorteilen und allokativer Effizienz würden sich also durch die ungebremst wirksame Coase-Dynamik aufheben¹⁸³.

Einstimmigkeit ist allerdings nur dann die optimale Abstimmungsregel, wenn keine Transaktions- und Verhandlungskosten entstehen. Da in der Realität derartige Kosten jedoch nicht

¹⁸² Eine eingehende Effizienzanalyse obligatorischer Übernahmeangebote erfolgt in Abschnitt 4.3.

¹⁸³ Die Erkenntnis, daß Vetorechte keine allokativen Konsequenzen haben, wenn der Ausgleich von Nachteilen kostenlos ausgehandelt werden kann, geht auf das Irrelevanztheorem von Coase(1960) zurück.

vernachlässigt werden können, kann es vorteilhaft sein, auch Mehrheitsentscheidungen zuzulassen. Der Konflikt, auf dem dann die Festlegung einer optimalen Mehrheitsregel beruht, kann mit Hilfe des Interdependenzkostenansatzes von Buchanan und Tullock verdeutlicht werden¹⁸⁴. Bei diesem Ansatz werden zunächst die bei Mehrheitsentscheidungen von der unterlegenen Minderheit zu tragenden externen Kosten betrachtet, wobei ex ante bei der Festlegung der Mehrheitsregel noch hinter einem „Schleier der Ungewißheit“ verborgen ist, welche Personen später jeweils zur überstimmten Minderheit gehören werden¹⁸⁵. Eine vernünftige Annahme ist aber, daß im Durchschnitt geringere externe Kosten entstehen, wenn ein größeres Quorum ρ verlangt wird, d.h. für die Kostenfunktion $C(\rho)$ gilt $C'(\rho) < 0$ zusammen mit $C(1) = 0$ bei Einstimmigkeit. Für die Verhandlungskosten (Decision Costs) $D(\rho)$ gilt dagegen $D'(\rho) > 0$, weil bei einem größeren Mehrheitserfordernis entsprechend aufwendigere Verhandlungen notwendig sind, um eine ausreichende Anzahl von Individuen von der Vorteilhaftigkeit der anstehenden Entscheidung (z.B. die Annahme eines bestimmten Personalvorschlages) zu überzeugen. Die optimale Mehrheitsregel wird dann durch Minimierung der durch die Summe $C(\rho) + D(\rho)$ gegebenen Interdependenzkosten ermittelt.

Der Interdependenzkostenansatz kann als eine eher heuristische Überlegung interpretiert werden, die zeigt, daß es wegen eines „Schleiers der Ungewißheit“ für die Individuen rational sein kann, in einer einstimmig zu beschließenden Verfassungsentscheidung auf Vetorechte zu verzichten und sich späteren Mehrheitsentscheidungen zu unterwerfen. Trotz der sich später jeweils für die überstimmten Minderheiten ergebenden Nachteile erweist sich der Verzicht auf Einstimmigkeit als vorteilhaft, weil dann bei der späteren Entscheidungsfindung geringere Kosten anfallen. Angemerkt sei noch, daß bei Finanzierungsverträgen die Zustimmung zu Mehrheitsentscheidungen anders als etwa bei politischen Verfassungen nicht in einem fiktiven Urzustand, sondern real im Zeitpunkt der Unternehmensgründung oder des Erwerbs eines Beteiligungstitels erfolgt.

¹⁸⁴ Vgl. Buchanan/Tullock(1962)S.63ff. sowie auch Bernholz/Breyer(1994)S.36ff., Mueller(1989)S.52ff.

¹⁸⁵ Die Zustimmung zur Mehrheitsregel kann deshalb einstimmig erfolgen.

4.2 Abstimmungsmacht und Stimmrechtsverflechtungen

Gegenstand dieses Abschnittes ist die Theorie der Machtindizes, durch die sich die Einflußpotentiale der Abstimmungsteilnehmer bei Mehrheitsentscheidungen quantifizieren lassen. Es zeigt sich, daß diese Machtanteile regelmäßig von der prozentualen Verteilung der Stimmrechte abweichen. Im folgenden soll auch eine Erweiterung der Theorie der Machtindizes auf Kapitalverflechtungen vorgenommen werden.

4.2.1 Theorie und Aussagekraft der Machtindizes

Um den der Theorie der Machtindizes zugrunde liegenden Ansatz zu verdeutlichen, sei als Beispiel ein Unternehmen mit drei Gesellschaftern betrachtet. Vorausgesetzt sei, daß bei Abstimmungen eine einfache Mehrheitsregel mit $\rho = 0,5$ gilt. Hält ein Gesellschafter mehr als 50% der Stimmen, dann ist ihm der Machtindex 1 zuzuordnen, während sich für die Minderheiten jeweils ein Machtanteil von Null ergibt. In allen anderen Fällen, in denen keiner der drei Gesellschafter über die Mehrheit der Stimmen verfügt, kommt eine Entscheidung immer dann zustande, wenn mindestens zwei der drei Gesellschafter zustimmen. Da alle Abstimmungsteilnehmer symmetrisch behandelt werden, ist jedem Gesellschafter der Machtindex $1/3 = 33,3\%$ zuzuordnen. Die Machtverteilung kann also erheblich von der Verteilung der Stimmrechte abweichen, z.B. wenn ein Gesellschafter 2% der Stimmen hält und die beiden anderen Gesellschafter über jeweils 49% der Stimmen verfügen. Hier kommt die Funktion des 2%-igen Stimmenanteils als „Zünglein an der Waage“ durch einen entsprechend hohen Machtanteil von 33,3% zum Ausdruck.

Eine Quantifizierung der Machtverteilung allein aufgrund derartiger intuitiver Überlegungen wird in anderen Fällen nicht immer möglich sein. Allgemeine Berechnungsmethoden der Machtanteile sind jedoch z.B. durch den Banzhaf- oder den Shapley-Index gegeben, die kurz erläutert werden sollen. Die Grundidee dabei ist, daß sich der Machtanteil eines Individuums danach bemißt, bei welchen Koalitionsbildungen das individuelle Abstimmungsverhalten ausschlaggebend für das Ergebnis der Abstimmung ist. Vorauszusetzen dazu ist außer einer bestimmten Verteilung der Stimmrechte auch die jeweils geltende Mehrheitsregel.

Beim Banzhaf-Index¹⁸⁶ werden zunächst alle Koalitionen ermittelt, deren Mitglieder zusammen die notwendige Stimmenmehrheit erreichen. Der Machtanteil eines bestimmten Abstimmungsteilnehmers ergibt sich dann daraus, wieviele dieser Gewinnerkoalitionen zur Sicherung der Mehrheitsposition auf seine Teilnahme angewiesen sind. Gilt jetzt beispielsweise eine Mehrheitsregel mit $\rho = 75\%$ und ist bei drei Abstimmungsteilnehmern A_1 , A_2 und A_3 die Verteilung der Stimmen durch die Gewichte $w_1 = 60\%$; $w_2 = w_3 = 20\%$ gegeben, dann sind die möglichen Gewinnerkoalitionen durch $\{A_1, A_2, A_3\}$; $\{A_1, A_2\}$ und $\{A_1, A_3\}$ gegeben. Auf die Teilnahme von A_1 sind alle drei Koalitionen, auf die Teilnahme von A_2 bzw. A_3 jeweils nur die zweite bzw. dritte Koalition angewiesen. Die Machtverteilung zwischen den drei Abstimmungsteilnehmern ist also 3:1:1, woraus sich die normierten Banzhaf-Indizes $\beta_1 = 3/5$; $\beta_2 = \beta_3 = 1/5$ ergeben.

Bei der Berechnung des Banzhaf-Index ist es nicht ausgeschlossen, daß (wie im Beispiel) innerhalb einer Gewinnerkoalitionen jeweils mehrere Mitglieder für diese pivotal sind. Der Shapley-Index¹⁸⁷ vermeidet dies, indem er stattdessen von den Permutationen ausgeht, die bei der Bildung einer Rangfolge der Abstimmungsteilnehmer möglich sind. Innerhalb jeder beliebigen Rangfolge gibt es dabei genau einen sogenannten Pivotspieler, dessen Vorgänger eine Verliererkoalition bilden, die durch sein Hinzutreten in eine Gewinnerkoalition transformiert wird. Greift man wieder das Beispiel aus dem vorangegangenen Absatz auf, dann ergeben sich bei insgesamt $3! = 6$ möglichen Rangfolgen jeweils die folgenden unterstrichenen Pivotspieler: $A_1 \underline{A_2} A_3$; $A_1 \underline{A_3} A_2$; $A_2 \underline{A_1} A_3$; $A_2 A_3 \underline{A_1}$; $A_3 A_2 \underline{A_1}$; $A_3 \underline{A_1} A_2$. Entsprechend der Anzahl der Rangfolgen, für die ein bestimmter Abstimmungsteilnehmer jeweils pivotal ist, erhält man die Shapley-Indizes $\varphi_1 = 4/6$, $\varphi_2 = \varphi_3 = 1/6$.

Allgemein kann der Shapley - Index φ_i eines Abstimmungsteilnehmers A_i - im Spezialfall der hier ausschließlich betrachteten Abstimmungsspiele¹⁸⁸ - wie folgt berechnet werden¹⁸⁹:

¹⁸⁶ Dieser Index wurde von Banzhaf(1965), (1968) vorgeschlagen. Vgl. auch Holler/Illing(1996)S.305ff.

¹⁸⁷ Vgl. Shapley(1953) sowie auch die Darstellung bei Holler/Illing(1996)S.293ff., Myerson(1991)S.436ff.

¹⁸⁸ Die hier betrachteten Indizes werden in der Spieltheorie allgemeiner auf sogenannte Koalitionsspiele angewendet. Koalitionsspiele werden durch eine charakteristische Funktion $v(S)$ beschrieben, die jeder Koalition S den durch gemeinsames Handeln erzielbaren Nutzen $v(S)$ zuordnet. Bei dem hier betrachteten Spezialfall der Abstimmungsspiele nimmt die charakteristische Funktion $v(S)$ nur die Werte 0 oder 1 an, je nachdem, ob die Koalition eine ausreichende Mehrheit der Stimmen zusammenbringt oder nicht. Die spezielle Anwendung auf Abstimmungsspiele geht auf Shapley/Shubik(1954) zurück.

¹⁸⁹ Die Formel ergibt sich als Spezialfall für Abstimmungsspiele aus der etwa bei Holler/Illing(1996)S.293 oder Myerson(1991)S.438 angegebenen allgemeinen Definition des Shapley-Wertes.

$$(4.2-1) \quad \varphi_i = \sum_S \frac{s! (n-s-1)!}{n!}$$

Dabei ist über alle Koalitionen S zu summieren, die A_i nicht enthalten und die durch das Hinzutreten von A_i von einer Verliererkoalition in eine Gewinnerkoalition transformiert werden; außerdem ist s die Anzahl der Elemente in S und n die Gesamtzahl aller Abstimmungsteilnehmer. Daß diese Formel die oben gegebene beispielhafte Erläuterung des Shapley - Index präzisiert, kann wie folgt verdeutlicht werden: Angenommen, S enthalte bei einer bestimmten Reihenfolge, in der A_i pivotal ist, genau die Vorgänger von A_i . Dann gibt es jeweils $s!$ bzw. $(n-s-1)!$ Permutationen der Vorgänger bzw. Nachfolger von A_i . Die Anzahl der Rangfolgen, in denen S genau die Vorgänger von A_i enthält, ist also $s! (n-s-1)!$. Dieser Wert ist zur Gesamtzahl $n!$ der überhaupt möglichen Rangfolgen in Beziehung zu setzen.

Da der Shapley- und der Banzhaf-Index zu unterschiedlichen Ergebnissen führen können und es daneben noch weitere Machtindizes gibt, stellt sich natürlich die Frage, welcher Index am zweckmäßigsten zu verwenden ist. Häufig wird der Shapley-Index insbesondere deshalb bevorzugt, weil er sich aus einem einfachen Axiomensystem ableiten läßt und sich daher als theoretisch besser fundiert erweist¹⁹⁰. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, daß in der Praxis die Wahrscheinlichkeiten für bestimmte Koalitionsbildungen von zahlreichen Umständen abhängig sind, die nicht alle vollständig in einem theoretischen Modell berücksichtigt werden können. Es kann z.B. im Gesellschafterkreis verfeindete Gruppen geben, die nie eine gemeinsame Koalition eingehen würden, während andererseits etwa die verschiedenen Mitglieder einer Familie häufig einheitlich abstimmen werden.

¹⁹⁰ Vgl. zu diesem Axiomensystem Shapley(1953) bzw. Myerson(1991)S.436ff. Die entsprechenden Axiome setzen Effizienz, Symmetrie und Additivität voraus. Bei den hier betrachteten Abstimmungsspielen besagt Effizienz, daß die Summe der Machtanteile φ_i aller Abstimmungsteilnehmer 1 ergibt. Symmetrie besagt, daß die Machtindizes invariant gegenüber einer Vertauschung der Bezeichnungen der Abstimmungsteilnehmer sind. Additivität bzw. Linearität kann mit Myerson(1991)S.437f. wie folgt erläutert werden: Angenommen, für unterschiedliche Mehrheitsregeln p bzw. p' ergäben sich jeweils die Shapley-Indizes φ_i bzw. φ_i' . Wird ein neues Abstimmungsspiel mit stochastischer Mehrheitsregel definiert, bei dem aufgrund eines Zufallsmechanismus mit den Wahrscheinlichkeiten p bzw. $1-p$ die Mehrheitsregel durch p bzw. p' gegeben ist, dann wird verlangt, daß bezüglich dieses neuen Spiels die Shapley-Indizes durch $p\varphi_i + (1-p)\varphi_i'$ gegeben sind.

Trotz dieser Einschränkungen ist das Anwendungspotential der Machtindizes offensichtlich. Häufig wird mit ihrer Hilfe die Machtverteilung in politischen Entscheidungsgremien untersucht. So kann anhand der Stimmengewichte der einzelnen Länder die Machtverteilung im europäischen Rat berechnet werden¹⁹¹. Ein berühmter Anwendungsfall war die Einführung von Stimmengewichten in den Parlamenten einiger US-Bundesstaaten, bei der jedem Abgeordneten ein zur Bevölkerungszahl seines Wahlkreises proportionales Stimmengewicht zugeordnet wurde. Wie Banzhaf(1965)S.318 anmerkte, wurde bei der Diskussion über die Vor- und Nachteile von Stimmengewichten nicht erkannt, daß es für das angestrebte Ziel, nämlich eine gleichmäßige Repräsentation der Wahlberechtigten, eben nicht auf die Stimmengewichte, sondern auf die sich daraus ergebende Abstimmungsmacht ankommt.

Erstaunlicherweise wurde jedoch ein anderes naheliegendes Anwendungsfeld bisher nicht aufgegriffen: Die Theorie der Machtindizes stellt den natürlichen Bezugsrahmen dar, um die sich aus der Ausstattung von Finanztiteln mit Stimmrechten ergebenden Einflußpotentiale zu analysieren¹⁹². Aus der sich jeweils ergebenden Abstimmungsmacht lassen sich Hinweise für die Werthaltigkeit von Mehrfachstimmrechten oder für die zu erwartenden Kursdifferenz zwischen Stamm- und Vorzugsaktien ableiten¹⁹³.

Folgender Zusammenhang besteht zwischen den Machtindizes und dem ökonomischen Wert von Stimmrechten: Der Wert der Stimmrechte bestimmt sich danach, welchen Anteil an den möglichen Sondervorteilen sich der Inhaber dieser Stimmrechte sichern kann¹⁹⁴. Errechnet sich bei einem Kapitalanteil von z.B. 51% ein Machtanteil von 1, dann kann sich der entsprechende Anteilseigner einen Anteil von 100% an den anfallenden Sondervorteilen sichern. Die Stimmrechte der Minderheiten mit einem Machtanteil von Null sind in einem solchen Fall wertlos. Wenn sich dagegen für mehrere Abstimmungsteilnehmer ein Machtindex größer als Null ergibt, dann lassen sich die Machtindizes auch als Schätzwert für die Verhandlungsstärke interpretieren, welche die zu erwartende Aufteilung der Sondervorteile unter den Gesellschaftern bestimmt. Der Wert der Stimmrechte würde sich demnach als Produkt aus Machtindex und geschätzter Höhe der Sondervorteile ergeben. Eine in der Spieltheorie übliche Inter-

¹⁹¹ Vgl. dazu Feltgen(1998).

¹⁹² Darüber hinaus können Machtindizes auch die theoretische Grundlage dafür bilden, die Beherrschungsmöglichkeiten bei wettbewerbsrechtlich kritischen Konzentrationsvorgängen zu untersuchen.

¹⁹³ Soweit ersichtlich, wurden entsprechende Untersuchungen bisher nur von Rydqvist(1987) unternommen.

¹⁹⁴ Vgl. Abschnitt 4.1.1.

pretation der hier vorgestellten Indizes besagt gerade, daß diese Indizes den Wert einer Teilnahmemöglichkeit an den betrachteten Abstimmungsspielen angeben¹⁹⁵.

4.2.2 Machtverteilung und Stimmrechtsverflechtungen

Bei Verflechtungsbeziehungen werden Stimmrechte nicht nur von individuellen Anteilseignern, sondern auch von anderen Gesellschaften gehalten. Auf die Ausübung von Stimmrechten, die einer Muttergesellschaft gegenüber einer Beteiligungsgesellschaft zustehen, können die Anteilseigner der Mutter aber nur mittelbar Einfluß nehmen.

Um diesen Zusammenhang zu verdeutlichen, sei in einem Gedankenexperiment unterstellt, daß im Gegensatz zur tatsächlichen Regelung die bei der Muttergesellschaft liegenden Stimmrechte anteilig auf die Anteilseigner der Mutter verteilt werden und von diesen persönlich auf den Hauptversammlungen der Beteiligungsgesellschaften ausgeübt werden können. Hält also z.B. eine Muttergesellschaft 60% der Stimmrechte an einem Unternehmen U, dann würden hier einem mit 15% an der Muttergesellschaft beteiligten Gesellschafter auch $0,15 \cdot 60\% = 9\%$ der Stimmen gegenüber U zustehen. Im Ergebnis wäre es dann letztlich irrelevant, ob der sich hieraus in der entsprechenden Hauptversammlung ergebende 9%-ige Stimmenanteil auf einem direkten Kapitalanteil oder auf einer indirekten Beteiligung mit zwischengeschalteten Gesellschaften beruht.

Die einzige zusätzliche Schwierigkeit, die sich bei einer solchen Regelung ergäbe, bestünde darin, bei komplizierteren Verflechtungsbeziehungen die entsprechenden effektiven bzw. durchgerechneten Stimmrechtsanteile an den verschiedenen Beteiligungsgesellschaften zu ermitteln. Wird jedoch allgemein der Grundsatz One Share - One Vote beachtet, dann stimmen durchgerechnete Stimmen- und Kapitalanteile immer überein und können ganz analog berechnet werden¹⁹⁶. Ist bestimmt, welche Stimmenanteile den individuellen Anteilseignern auf den Versammlungen der verschiedenen Beteiligungsgesellschaften zukommen, dann können auch die Machtindizes berechnet und somit die Einflußpotentiale quantifiziert werden.

Im Gegensatz zu einer solchen rein theoretischen Überlegung ist in der Realität die Ausübung von Stimmrechten gegenüber Beteiligungsgesellschaften jedoch Teil der Vertretungsbefugnis

¹⁹⁵ Vgl. etwa Holler/Illing(1996)S.292ff. Die Interpretation als „Macht“-Index stellt demgegenüber einen auf Shapley/Shubik(1954) zurückgehenden Spezialfall dar.

¹⁹⁶ Zur Berechnung der effektiven bzw. durchgerechneten Kapitalanteile vgl. Abschnitt 3.1.2.2.

der geschäftsführenden Organe der Muttergesellschaft. Die Anteilseigner der Mutter können das Abstimmungsverhalten auf den Versammlungen der Beteiligungsgesellschaften daher nur indirekt über die personelle Besetzung der entsprechenden Organe beeinflussen. Wichtige Strukturentscheidungen von herausragender Bedeutung – diese Bedingung kann z.B. bei der Börseneinführung oder der vollständigen Veräußerung einer Beteiligungsgesellschaft erfüllt sein - müssen darüber hinaus nach den anerkannten Regeln des Holz Müller-Urteils des BGH¹⁹⁷ auch im konkreten Fall den Anteilseignern der Muttergesellschaft zur Entscheidung vorgelegt werden.

Eine Konsequenz daraus, daß die Anteilseigner der Muttergesellschaft bei der Stimmrechtsausübung durch die Organe vertreten werden, besteht darin, daß die Differenzen zwischen Stimmen- und Machtanteil durch mehrstufige Pyramidenbildung¹⁹⁸ wiederholt ausgenutzt werden können. Ein Gesellschafter, der mit 51% an einem Unternehmen U beteiligt ist und dieses Unternehmen damit zu 100% kontrolliert, kann seinen Anteil in eine Holding einbringen und an dieser Holding wiederum Minderheiten mit 49% beteiligen. Wenn dieser Prozeß mehrfach wiederholt wird, dann kann unbegrenzt externes Eigenkapital aufgenommen werden, ohne daß die 100%-ige Kontrollposition verloren geht. Gleichzeitig wird bei ausreichend vielen Beteiligungsstufen n der durchgerechnete Kapital- und Stimmenanteil in Höhe von $0,51^n$ beliebig klein. Ebenso wie z.B. mit Hilfe von Mehrstimmrechtsaktien oder der Ausgabe von Vorzugsaktien ohne Stimmrecht lassen sich durch derartige Stimmrechtspyramiden also auch dann, wenn der Grundsatz One Share - One Vote beachtet wird, Kontrollrechte und Kapitalanteile weitgehend trennen.

Bei einer solchen Stimmrechtspyramide wird der Fall betrachtet, daß sich das gesamte Einflußpotential auf einen einzelnen Kontrollgesellschaftler konzentriert, während die auf den unterschiedlichen Ebenen beteiligten Minderheiten jeweils über einen Machtanteil von Null verfügen. Im folgenden ist zu untersuchen, wie sich Verflechtungsbeziehungen auf die Machtanteile der Individuen auswirken, wenn sich für mehrere Gesellschafter ein Machtanteil größer als Null ergibt. Eine mögliche These dabei wäre, daß sich die Machtanteile einfach durchrechnen lassen: Ist der Machtanteil eines Gesellschafters A in bezug auf eine Holding durch einen Banzhaf- bzw. Shapley - Index β_i bzw. φ_i gegeben und beträgt der Machtanteil der Holding am Beteiligungsunternehmen U β_H bzw. φ_H , dann würde sich entsprechend einer

¹⁹⁷ Vgl. BGHZ 83,122ff. sowie Abschnitt 4.4.1.

¹⁹⁸ Vgl. dazu auch Schierenbeck(1980)

solchen Durchrechnungsthese für das mittelbare Einflußpotential von A_1 auf U durch Multiplikation ein Machtanteil von $\beta_i \beta_H$ bzw. $\varphi_i \varphi_H$ ergeben. Diese Durchrechnungsthese wird sich bei der folgenden Analyse allerdings nicht bestätigen.

Die hiermit angesprochenen, von der Theorie der Machtindizes bislang ebenfalls noch nicht aufgegriffenen Fragestellungen¹⁹⁹ lassen sich am besten anhand eines einfachen Beispiels diskutieren. Dazu soll von dem in Abbildung 5 wiedergegebenen Fall ausgegangen werden: Die Gesellschafter A_1 und A_2 halten hier jeweils 60% bzw. 40% an einer reinen Holding H, deren einziges Aktivvermögen aus einer 60%-igen Beteiligung am operativ tätigen Unternehmen U besteht. Die restlichen 40% an U werden von einem dritten Gesellschafter A_3 gehalten.

Soweit lediglich einfache Mehrheiten erforderlich sind, werden sowohl H als auch U durch A_1 vollständig kontrolliert. Soll dagegen im Unternehmen U z.B. eine Kapitalerhöhung durchgeführt werden, dann kommt die dazu notwendige qualifizierte Mehrheit von 75% nur mit Zustimmung von A_3 zustande. Fraglich ist, ob die Hauptversammlung der Muttergesellschaft H ebenfalls einer solchen Kapitalerhöhung zustimmen muß. Der BGH hat im Holzmüller-Urteil ausgeführt, daß die Gesellschafter einer Muttergesellschaft verlangen dürften, „an wichtigen Grundsatzentscheidungen der Tochtergesellschaften ... in derselben Form und mit denselben Mehrheiten intern beteiligt zu werden, wie es für entsprechende Entscheidungen in der Obergesellschaft vorgesehen ist“²⁰⁰ und dabei ein solches Zustimmungserfordernis insbesondere für den Fall einer Kapitalerhöhung einer durch Ausgliederung des wertvollsten Teils des Betriebsvermögens entstandenen Tochtergesellschaft bejaht. Der BGH hat dies damit begründet, daß vermieden werden soll, daß ohne Zustimmung der Anteilseigner das Risiko des Kapitaleinsatzes in größerem Umfang auf die Tochtergesellschaften verlagert und damit nur noch mittelbar kontrolliert werden kann. Unterstellt man aber, daß einer bestimmten Entscheidung auch die Hauptversammlung von H mit qualifizierter Mehrheit zustimmen muß, dann wäre insgesamt Einstimmigkeit erforderlich. Für jeden Anteilseigner würde sich somit ein Machtanteil von 1/3 ergeben.

¹⁹⁹ Eine Ausnahme bildet lediglich ein knapper Abschnitt bei Rydqvist(1987)S.51ff., in dem die im folgenden kritisierte Durchrechnungsthese vertreten wird.

²⁰⁰ Vgl. BGHZ 83,138.

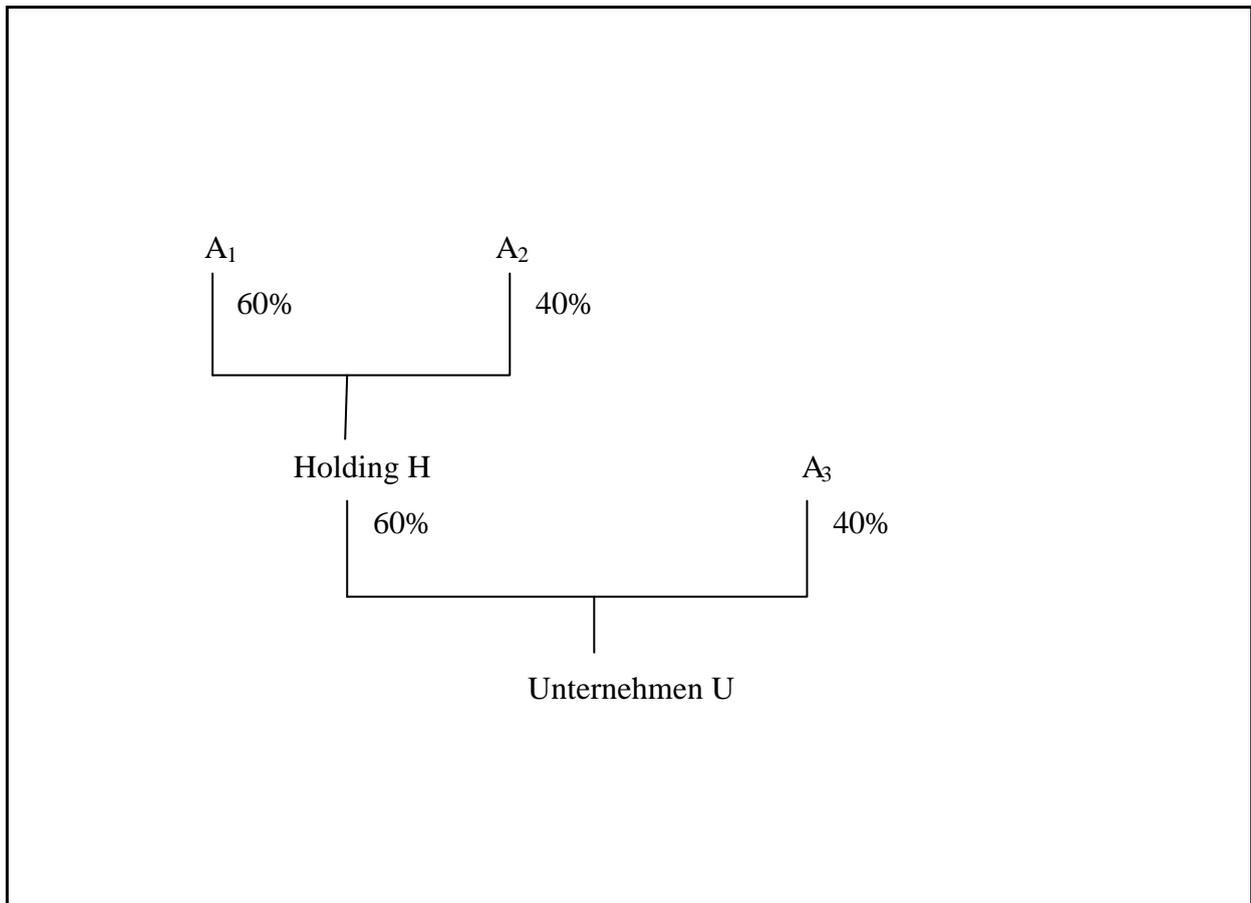


Abbildung 5: Mehrstufige Beteiligungsbeziehung

Dadurch, daß die für den jeweiligen Entscheidungsgegenstand geltenden Mehrheitserfordernisse auch auf der vorgelagerte Ebene der Muttergesellschaft anzuwenden sind, soll offensichtlich erreicht werden, daß sich für die mittelbar beteiligten Gesellschafter dieselben Einflußpotentiale ergeben wie bei einer entsprechenden direkten Beteiligung am Unternehmen U. Im vorliegenden Beispiel wird dieses Ziel jedoch gerade nicht erreicht: Wären nämlich A_1 und A_2 ohne zwischengeschaltete Holding unmittelbar an U mit entsprechend $0,6^2 = 36\%$ und $0,4 \cdot 0,6 = 24\%$ beteiligt, dann ergäben sich hinsichtlich einer mit 75%-iger Mehrheit zu beschließenden Kapitalerhöhung für A_1 und A_3 jeweils Machtanteile von 50% und für A_2 ein Machtanteil von Null. Das Ergebnis folgt, weil A_2 dann weder zusammen mit A_1 noch mit A_3 die erforderliche qualifizierte Mehrheit erreichen würde und auch keine Sperrminorität hätte, durch die eine gemeinsame Koalition aus A_1 und A_3 blockiert werden könnte. Für A_2 ergibt sich also, wenn die Stimmen in der Holding gepoolt werden und eine Zustimmung der Hauptversammlung von H mit qualifizierter Mehrheit verlangt wird, im Vergleich zur Referenzsituation sogar ein größerer Machtanteil, während sich die Machtanteile von A_1 und A_3 von 0,5 auf $1/3$ reduzieren.

Dagegen würden sich zu einer direkten Beteiligung äquivalente Einflußpotentiale dann ergeben, wenn die Anteilseigner der Holding einer Kapitalerhöhung im Unternehmen U nur mit einfacher Mehrheit zustimmen müssen oder wenn ohne Genehmigungsvorbehalt indirekt über die mit einfacher Mehrheit zu beschließende personelle Besetzung des Aufsichtsrates, der den Vorstand bestellt, Einfluß auf das Abstimmungsverhalten des Vorstandes von H in der Hauptversammlung der U genommen werden kann. A_1 könnte dann eine solche Kapitalerhöhung jeweils gemeinsam mit A_3 auch gegen den Willen von A_2 durchsetzen. In beiden Fällen würde sich für A_1 und A_3 jeweils ein Machtanteil von $1/2$ und für A_2 ein Machtanteil von Null ergeben.

Schließlich wird durch die Ergebnisse auch die Durchrechnungsthese widerlegt: Für die Holding und für A_3 als Gesellschafter des Unternehmens U ergeben sich bei einer 75% - Regel jeweils Machtanteile in Höhe von 0,5, da eine Entscheidung nur bei beiderseitiger Zustimmung zustande kommen kann. Für die Machtanteile von A_1 und A_2 in bezug auf H ergibt sich entsprechend ebenfalls jeweils der Wert 0,5. Unabhängig davon, welche Regelung hinsichtlich der Holz Müller-Problematik gilt, würde sich also bei Durchrechnung für die Machtanteile von A_1 und A_2 gegenüber U das offensichtlich immer falsche Ergebnis $0,5 \cdot 0,5 = 25\%$ ergeben.

Bei dem hier zugrunde gelegten Beispiel konnten die jeweiligen Machtanteile allein aufgrund intuitiver Überlegungen bestimmt werden. Bei komplizierteren Verflechtungsbeziehungen wird man dagegen auf die spezielle Theorie etwa des Banzhaf- oder des Shapley - Index zurückgreifen müssen. Rechnet man entsprechend kompliziertere Fälle durch, dann können sich weitere Beispiele für die oben aufgezeigten paradoxen Ergebnisse ergeben. Umgekehrt ist es offensichtlich nicht möglich, gewisse allgemeingültige Gesetzmäßigkeiten abzuleiten.

Die grundsätzliche Vorgehensweise bei der Berechnung von Machtindizes bei Verflechtungsbeziehungen ist wie folgt gegeben: Um die Machtindizes bezüglich einer in einem bestimmten Unternehmen zu treffenden Entscheidung zu ermitteln, sind für jeden Gesellschafter A_i zunächst alle Koalitionen aufzulisten, die eine solche Entscheidung gemeinsam mit A_i , aber eben nicht ohne A_i durchsetzen können. Eine Koalition verfügt dabei entweder direkt auf der entsprechenden Hauptversammlung über genügend Stimmen oder kann die bei anderen Gesellschaften liegenden Stimmenanteile durch deren mehrheitliche Beherrschung zusätzlich mobilisieren. Dabei sind gegebenenfalls die sich aus dem Holzmüller - Urteil ergebenden besonderen Zustimmungserfordernisse bei vorgelagerten Gesellschaften zu beachten. Ist eine solche Liste der entsprechenden Koalitionen bestimmt, dann lassen sich die Machtindizes unmittelbar nach der in Abschnitt 4.2.1 beschriebenen Vorgehensweise berechnen²⁰¹.

Allerdings setzt eine solche Vorgehensweise voraus, daß zumindest eine, nämlich die aus der Gesamtheit aller Gesellschafter bestehende größtmögliche Koalition eine entsprechende Entscheidung durchsetzen kann. Dies wäre dann nicht der Fall, wenn zwei Unternehmen wechselseitig ausreichend hohe Stimmenanteile halten und Entscheidungen von außenstehenden Minderheiten daher nicht beeinflußt werden können. Bei einer direkten wechselseitigen Beteiligung greift zwar § 328 AktG ab einer 25%-Schwelle korrigierend ein, indem die Stimmrechtsausübung in bestimmter Weise eingeschränkt wird. Bei komplizierteren Konstellationen läuft diese Vorschrift jedoch ins Leere: Man betrachte etwa fünf Gesellschaften, von denen jede jeweils 20% der Stimmen an allen vier anderen Gesellschaften hält. Außenstehende Gesellschafter halten dann an jedem Unternehmen nur einen Anteil von 20%, also noch nicht einmal eine Sperrminorität.

²⁰¹ Dabei wird allerdings wie bei der bisherigen Betrachtung weiterhin die Möglichkeit vernachlässigt, daß einzelne Anteilseigner ihren Stimmenanteil durch Zukauf an der Börse erhöhen können und es deshalb nicht allein auf die aktuellen, sondern auch auf die potentiell leicht veränderbaren Beteiligungsverhältnisse ankommt.

Bei einem solchen, von außen nicht mehr steuerbaren Gebilde wäre allen Gesellschaftern der Machtindex Null zuzuordnen. Dies steht im Widerspruch zum Effizienzaxiom²⁰², wonach sich die Machtanteile aller Abstimmungsteilnehmer zu 1 summieren müssen. Man kann natürlich argumentieren, daß die Macht in diesem Fall eben nicht bei den außenstehenden Anteilseignern, sondern beim Management der verflochtenen Gesellschaften liegt. Es ist jedoch schwierig, den Ansatz konsistent so zu verallgemeinern, daß auch der Machtanteil des Managements berücksichtigt wird, weil immer dann, wenn zumindest die aus der Gesamtheit aller außenstehenden Gesellschafter bestehende Koalition eine Entscheidung durchsetzen kann und sich deshalb die gesamte Macht auf die Anteilseigner verteilt, dem Management ein Machtanteil in Höhe von Null zugeordnet werden muß. Für den Machtanteil des Managements erscheinen also nur die Werte 0 oder 1 möglich.

4.2.3 Exkurs: Streubesitz, Machtverteilung und Stimmrechtsverflechtungen

Eine interessante Weiterentwicklung der Machtindizes stellen die sogenannten Oceanic Games dar²⁰³. Angewendet auf die Stimmrechte von Finanztiteln kann damit auch das Phänomen des Streubesitzes erfaßt werden²⁰⁴. Unterstellt wird, daß ein gewisser Stimmenanteil $w_0 < 1$ von einer großen und homogenen Gruppe gehalten wird, die sich aus m Abstimmungsteilnehmern zusammensetzt, von denen jeder den gleichen Stimmenanteil w_0/m hält. Gefragt ist nach den sich ergebenden Grenzwerten für die hier nach dem Shapley - Index berechneten Machtanteile der Hauptgesellschafter, wenn die Anzahl m der Gesellschafter, die den Streubesitz ausmachen, gegen unendlich geht.

Um für einen Hauptgesellschafter A_i den Machtindex ϕ_i berechnen zu können, müssen wieder alle Koalitionen betrachtet werden, die auf die Teilnahme von A_i angewiesen sind, um eine bestimmte Entscheidung durchsetzen zu können. Eine solche Koalition besteht hier aus einer Teilmenge S der Hauptgesellschafter sowie aus einem gewissen Bruchteil t des Streubesitzes, der die Entscheidung ebenfalls unterstützt. Dieser Bruchteil t muß so groß sein, daß das notwendige Quorum ρ nur zusammen mit dem Stimmenanteil von A_i , aber nicht bereits ohne A_i erreicht wird. Hieraus ergeben sich für den Wertebereich von t kritische Schranken t^- und t^+ .

²⁰² Vgl. zum Effizienzaxiom Fußnote 190.

²⁰³ Vgl. Shapiro/Shapley(1961), Milnor/Shapley(1961).

²⁰⁴ Eine solche Anwendung (ohne die im folgenden vorzunehmende Erweiterung auf Verflechtungsbeziehungen) ist Gegenstand der Arbeit von Rydqvist(1987).

Wenn w_i der Stimmenanteil von A_i , $w(S)$ der gesamte Stimmenanteil der Koalition S und ρ die geltende Mehrheitsregel ist, dann ist die obige Bedingung, daß das Quorum ρ nur zusammen mit dem Stimmenanteil von A_i erreicht wird, formal durch $t w_\infty + w(S) + w_i \geq \rho$ und $t w_\infty + w(S) < \rho$ gegeben. Wegen außerdem $0 \leq t \leq 1$ muß t in einem Intervall $I = [t^-; t^+]$ liegen, dessen Grenzen durch

$$t^- = \langle (\rho - w(S) - w_i)/w_\infty \rangle$$

$$t^+ = \langle (\rho - w(S))/w_\infty \rangle$$

gegeben sind. $\langle \cdot \rangle$ ist dabei durch $\langle x \rangle = 0$ für $x < 0$, $\langle x \rangle = 1$ für $x > 1$ und $\langle x \rangle = x$ sonst definiert.

Shapiro/Shapley(1961)S.5ff. haben gezeigt, daß die gesuchte Formel für den Machtindex von A_i im Grenzfall $m \rightarrow \infty$ dann wie folgt gegeben ist:

$$(4.2-2) \quad \varphi_i = \sum_S \int_I t^s (1-t)^{n-s-1} dt$$

Zu summieren ist über alle Koalitionen S der Hauptgesellschafter, in denen A_i nicht enthalten ist²⁰⁵. Die Variable s bezeichnet die Anzahl der Elemente in S und n die Gesamtzahl aller Hauptgesellschafter.

Im Anhang E wird dieser Ansatz auf Verflechtungsbeziehungen erweitert. Betrachtet werden zwei miteinander verflochtene Gesellschaften, wobei jeweils ein Teil der Stimmen vom Streubesitz gehalten wird. Es läßt sich dann für jede Gesellschaft ein Intervall $I_1 = [t_1^-; t_1^+]$ bzw. $I_2 = [t_2^-; t_2^+]$ so bestimmen, daß A_i auf eine Koalition S aus Hauptgesellschaftern dann einen ausschlaggebenden (pivotalen) Einfluß ausüben kann, wenn die fragliche Entscheidung in der einzelnen Gesellschaft jeweils von einem Bruchteil $t_1 \in I_1$ bzw. $t_2 \in I_2$ des Streubesitzes unterstützt wird. Es gilt dann folgender

²⁰⁵ Dabei kann sich für einige Koalitionen ein leerer Integrationsbereich I ergeben, die entsprechenden Summanden fallen dann weg.

Satz:

Bei Verflechtungsbeziehungen kann der Machtanteil eines Hauptgesellschafters A_1 ebenfalls nach Formel (4.2-2) berechnet werden, wenn dabei als Integrationsbereich I die Schnittmenge $I = I_1 \cap I_2$ gewählt wird.

Beweis: Anhang E.

Die jeweiligen Intervalle I_1 und I_2 können allerdings bei solchen Verflechtungsbeziehungen nicht mehr allgemein formelmäßig bestimmt werden, sondern müssen jeweils aus dem konkreten Fall abgeleitet werden. Dazu sei folgendes Beispiel betrachtet (vgl. Abbildung 6): A_1 hält einen Stimmenanteil w_1 an einer Holding H , die wiederum einen Anteil w_H der Stimmen am Unternehmen U hält. Die restlichen Stimmenanteile $1 - w_1$ bzw. $1 - w_H$ befinden sich in Streubesitz. Auf beiden Ebenen soll jeweils eine einfache Mehrheitsregel mit $\rho = 0,5$ gelten. Durch einen Machtindex zu quantifizieren ist das Einflußpotential von A_1 auf das Unternehmen U .

Voraussetzung dafür, daß A_1 einen ausschlaggebenden Einfluß auf das Unternehmen U hat, ist zunächst, daß beim Unternehmen U ein Bruchteil t_2 des Streubesitzes zustimmt, so daß eine Entscheidung dann und nur dann zustande kommt, wenn auch die Holding zustimmt. Es müssen also die Bedingungen $t_2 (1 - w_H) + w_H \geq 0,5$ und $t_2 (1 - w_H) < 0,5$ erfüllt sein. Die Grenzen des Intervalls, in dem t_2 liegen muß, sind demnach durch

$$t_2^+ = \min\left(\frac{0,5}{1 - w_H}; 1\right)$$

$$t_2^- = \max\left(\frac{0,5 - w_H}{1 - w_H}; 0\right) = 1 - t_2^+$$

gegeben.

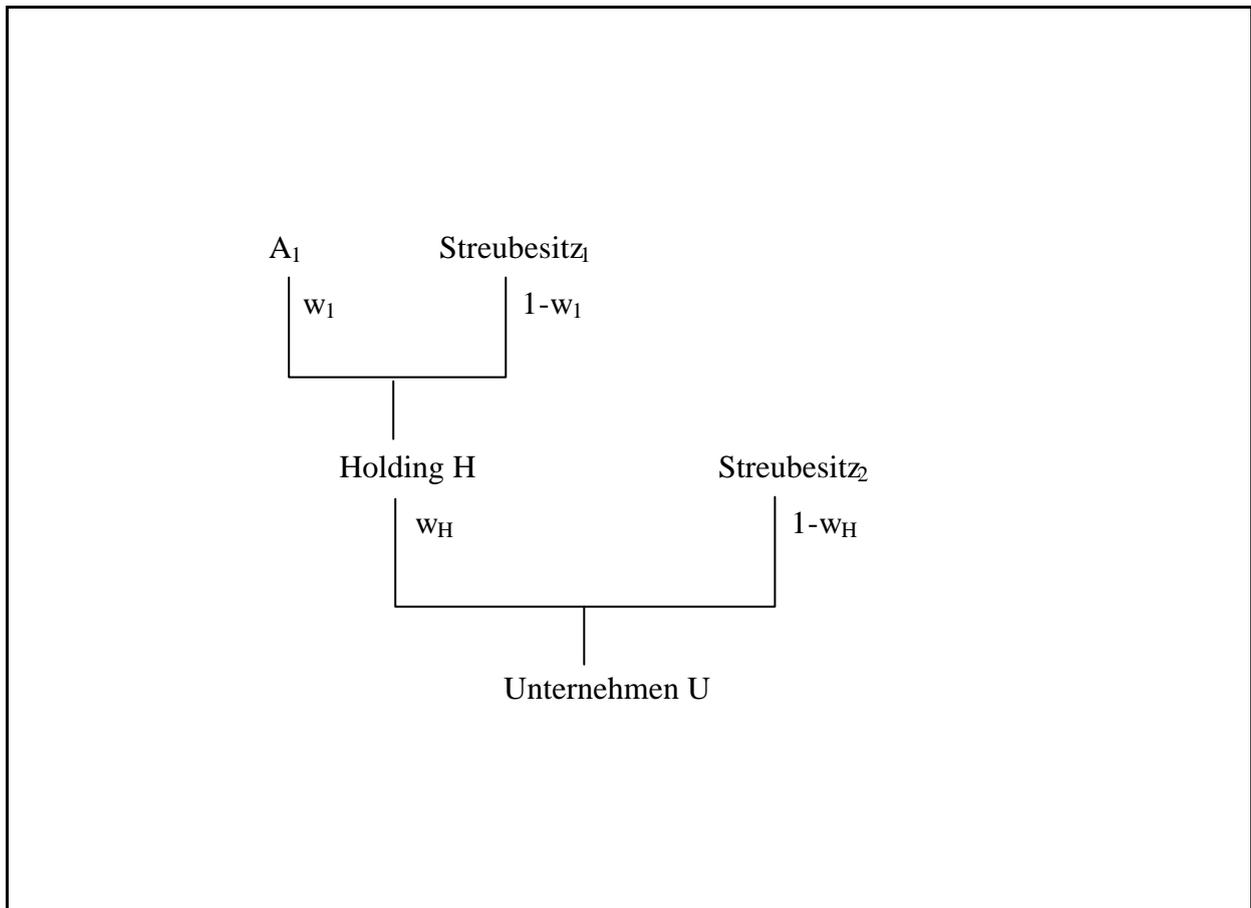


Abbildung 6: Mehrstufige Beteiligungsbeziehung mit Streubesitz

Auf Holding - Ebene erhält man als Bedingung für den Bruchteil t_1 des dort zustimmenden Streubesitzes $t_1 (1 - w_1) < 0,5$ und $t_1 (1 - w_1) + w_1 \geq 0,5$. Ganz analog ergibt sich:

$$t_1^+ = \min\left(\frac{0,5}{1 - w_1}; 1\right)$$

$$t_1^- = 1 - t_1^+$$

Die Grenzen der Schnittmenge $I = I_1 \cap I_2$ sind schließlich gegeben durch²⁰⁶:

$$t^+ = \min(t_1^+; t_2^+) = \min\left(\frac{0,5}{1 - w_H}; \frac{0,5}{1 - w_1}; 1\right)$$

$$t^- = \max(t_1^-; t_2^-) = 1 - t^+$$

Damit kann Formel (4.2-2) ausgewertet werden. Da A_1 der einzige Hauptgesellschafter ist ($n = 1$) und S daher die leere Menge sein muß ($s = 0$), folgt:

$$\begin{aligned} \varphi_1 &= \int_I 1 \, dt \\ &= t^+ - t^- \\ &= 2 \min\left(\frac{0,5}{1 - w_H}; \frac{0,5}{1 - w_1}; 1\right) - 1 \\ &= \frac{1}{1 - \min(w_H; w_1; 0,5)} - 1 \end{aligned}$$

²⁰⁶ Wegen $t_i^+ \geq 0,5$ und $t_i^- \leq 0,5$ jeweils für $i = 1,2$ ist die Schnittmenge nicht leer.

Durch diese Formel wird das Einflußpotential von A_1 auf das Unternehmen U durch einen Wert zwischen 0 und 1 quantifiziert. Den Machtanteil $\varphi_1 = 1$ erhält man, wenn U bei $w_1 \geq 0,5$ und $w_H \geq 0,5$ von A_1 vollständig kontrolliert werden kann. Gilt dagegen $w_1 = 0$ oder $w_H = 0$, dann ist auch $\varphi_1 = 0$.

Das Ergebnis zeigt auch, wie die Beteiligungsstruktur gewählt werden müßte, damit das Einflußpotential von A_1 auf U bei minimalen Eigenkapitaleinsatz maximiert wird: Da der größere der beiden Stimmenanteile w_1 und w_H reduziert werden kann, ohne daß sich gleichzeitig auch φ_1 reduziert, ist offensichtlich die symmetrische Lösung $w_1 = w_H$ optimal, d.h. der Streubesitz ist auf beiden Ebenen mit demselben Stimmenanteil zu beteiligen.

4.3 Minderheitenschutz im Konzern

Für den Minderheitenschutz sind zwei unterschiedliche Ansatzpunkte denkbar: Während in den angelsächsischen Ländern vor allem versucht wird, die Minderheiten durch regulierende Eingriffe in den Kapitalmarkt zu schützen, dominiert in Deutschland ein gesellschaftsrechtlicher Ansatz, bei dem die entsprechenden Schutzbestimmungen Bestandteil des im Aktiengesetz kodifizierten Konzernrechtes sind. Im folgenden soll eine ökonomische Analyse der unterschiedlichen Schutzsysteme durchgeführt und dabei insbesondere auf die mögliche Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote eingegangen werden.

4.3.1 Rechtliche Gestaltung des Minderheitenschutzes

4.3.1.1 Minderheitenschutz im deutschen Konzernrecht

Für den Minderheitenschutz sind die konzernrechtlichen Bestimmungen des Aktiengesetzes zunächst deshalb relevant, weil dort die Grenzen abgesteckt werden, innerhalb derer Einfluß auf andere Gesellschaften zulässigerweise ausgeübt werden darf²⁰⁷. Nach der Terminologie des Aktiengesetzes liegt ein Konzern dann vor, wenn mehrere Unternehmen unter einheitlicher Leitung zusammengefaßt sind²⁰⁸. Tatsächlich setzen fast alle einschlägigen Bestimmungen jedoch nur den schwächeren Begriff der Abhängigkeit voraus. Abhängigkeit ist bereits bei der bloßen Möglichkeit eines beherrschenden Einflusses gegeben, wobei eine solche Möglichkeit beim Vorliegen einer Mehrheitsbeteiligung gesetzlich vermutet wird²⁰⁹. Das Konzernrecht beruht auf der grundlegenden Unterscheidung, ob die Möglichkeit nachteiliger Weisungen durch einen Beherrschungsvertrag bzw. durch Eingliederung legitimiert ist oder nicht.

Für den in den §§ 311ff. AktG geregelten Fall, daß eine solche Legitimation nicht vorliegt, hat sich der - nach dem oben Gesagten nicht ganz korrekte - Begriff des „faktischen Konzerns“ eingebürgert. Die abhängige Gesellschaft darf in einem faktischen Konzern nicht dazu veranlaßt werden, „ein für sie nachteiliges Rechtsgeschäft vorzunehmen oder Maßnahmen zu ihrem Nachteil zu treffen oder zu unterlassen, es sei denn, daß die Nachteile ausgeglichen

²⁰⁷ Vgl. §§ 308ff. AktG. Für Gesellschaften mbH liegt dagegen, wenn man von den entsprechenden Abschnitten im Umwandlungsgesetz absieht, kein kodifiziertes Konzernrecht vor, so daß die einschlägigen Regeln aus den entsprechenden Generalklauseln des Gesellschaftsrechtes, insbesondere der Treuepflicht, abzuleiten sind.

²⁰⁸ Vgl. § 18 AktG.

²⁰⁹ Vgl. § 17 AktG.

werden“²¹⁰. Darüber hinaus ist, um die Einhaltung des Verbots nachteiliger Weisungen zu kontrollieren, ein Abhängigkeitsbericht zu erstellen, in dem alle Rechtsgeschäfte mit dem herrschenden Unternehmen sowie alle sonstige veranlaßten Maßnahmen aufzulisten sind²¹¹. Ob dadurch eine wirksame Kontrolle gegeben ist, kann allerdings insbesondere deshalb bezweifelt werden, weil der Abhängigkeitsbericht nicht veröffentlicht wird²¹². Unabhängig davon besteht auch die Möglichkeit einer eher indirekten Einflußnahme, z.B. wenn der Vorstand mit Personen besetzt wird, die den Interessen der herrschenden Gesellschaft aufgeschlossen gegenüberstehen.

Das Recht zur Erteilung möglicherweise auch nachteiliger Weisungen ist dagegen bei Abschluß eines Beherrschungsvertrages gegeben. Solche Verträge bedürfen der Zustimmung von 75% des in der jeweiligen Hauptversammlung vertretenen Grundkapitals²¹³ und werden aus steuerlichen Gründen häufig mit Gewinnabführungsverträgen verbunden und für 5 Jahre abgeschlossen²¹⁴. Als sogenannter Organisationsvertrag ersetzt ein solcher Beherrschungsvertrag die ursprüngliche gesellschaftsrechtliche Zuständigkeitsordnung und ermöglicht eine Außensteuerung der abhängigen Gesellschaft. Der Vorstand der abhängigen Gesellschaft ist dann verpflichtet, den Weisungen der herrschenden Gesellschaft zu folgen²¹⁵. Ausdrücklich läßt das Gesetz auch nachteilige Weisungen zu, sofern diese im Konzerninteresse liegen.

²¹⁰ Vgl. § 311(1) AktG. Zu erwähnen ist außerdem die durch § 317(2) AktG gegebene Exkulpationsmöglichkeit, wonach die Pflicht zum Nachteilsausgleich entfällt, „wenn auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer unabhängigen Gesellschaft das Rechtsgeschäft vorgenommen oder die Maßnahme getroffen oder unterlassen hätte“.

²¹¹ Vgl. § 312 AktG.

²¹² Allerdings kann der Abhängigkeitsbericht zum Gegenstand von Fragen in der Hauptversammlung gemacht werden. Eine Sonderprüfung nach § 315 AktG auf Antrag eines Aktionärs ist aber nur möglich, wenn Abschlußprüfer, Vorstand oder Aufsichtsrat Einwendungen erheben. Dieser Personenkreis ist jedoch regelmäßig vom Vertrauen der herrschenden Gesellschaft abhängig. Schließlich wird bei kleinen Aktiengesellschaften der Abhängigkeitsbericht wegen § 313(1) AktG iVm. § 316(1) HGB überhaupt nicht geprüft. Kaum verwunderlich ist daher, daß die Konzernpraxis mit dieser Regelung gut leben kann; vgl. zu den praktischen Erfahrungen mit dem Abhängigkeitsbericht Homme Ihoff(1992)S.295ff.

²¹³ Vgl. § 293(1) AktG. Handelt es sich beim herrschenden Unternehmen ebenfalls um eine Aktiengesellschaft, dann muß auch dort die Hauptversammlung zustimmen, vgl. § 293(2) AktG.

²¹⁴ Damit werden gemäß §§ 14ff. KStG die Voraussetzungen der Organschaft erfüllt; vgl. auch Teil 5 dieser Arbeit.

²¹⁵ Vgl. § 308(2) AktG.

Es ist klar, daß die verbleibenden Minderheitsaktionäre diesen Einflußmöglichkeiten des herrschenden Gesellschafters nicht schutzlos ausgeliefert sein dürfen. Das Gesetz bestimmt daher, daß jeder während der Vertragslaufzeit entstehende Verlust ausgeglichen werden muß, sofern er nicht mit während der Vertragsdauer entstandenen Gewinnen verrechnet werden kann²¹⁶. Dieser Verlustausgleichsanspruch besteht unabhängig davon, ob die entsprechenden Verluste aufgrund nachteiliger Weisungen entstanden sind oder nicht. Damit soll erreicht werden, daß das vorvertragliche Eigenkapital auch nach einem möglichen Ende des Beherrschungsvertrages noch vorhanden ist²¹⁷. Während der Vertragslaufzeit erhalten die Minderheiten außerdem eine Ausgleichszahlung, die entweder als betragsmäßig fixierte Garantiedividende oder als ein bestimmter Bruchteil der Dividende der herrschenden Gesellschaft festgelegt wird²¹⁸. Außerdem muß den Minderheiten bei Abschluß eines Unternehmensvertrages eine Abfindung angeboten werden²¹⁹.

Anders als beim Abschluß eines Beherrschungsvertrages können bei der sogenannten Eingliederung nach §§ 319ff. AktG keine Minderheiten mehr im Unternehmen verbleiben, d.h. es besteht ein Zwang zur Annahme der Abfindung. Die Hauptgesellschaft erwirbt im Zuge einer solchen Eingliederung ein uneingeschränktes Weisungsrecht²²⁰. Eine Grenze ergibt sich hier nur insofern, als der abhängigen Gesellschaft keine rechtswidrigen Weisungen erteilt werden dürfen²²¹. Die Eingliederung kann von der Hauptversammlung beschlossen werden, wenn die Hauptgesellschaft mindestens 95% des Grundkapitals hält²²².

Zu erwähnen ist schließlich noch die im Umwandlungsgesetz geregelte Verschmelzung, die dazu führt, daß je nachdem, ob es sich um eine Verschmelzung durch Aufnahme oder durch Neugründung handelt, mindestens eine der beteiligten Gesellschaften als eigenständige juristische Person aufhört zu existieren. Eine Verschmelzung kann mit einer 75% - Mehrheit des in der Hauptversammlung vertretenen Grundkapitals beschlossen werden²²³. Dabei kommt es auf ein angemessenes Umtauschverhältnis der alten Anteile in Anteile der aufnehmenden bzw. neugegründeten Gesellschaft an.

²¹⁶ Vgl. § 302(1) AktG.

²¹⁷ Zu dem Problem, daß hierdurch nur das bilanzielle Eigenkapital, nicht aber etwaige stille Reserven geschützt werden, vgl. unten Abschnitt 4.3.2.3.

²¹⁸ Vgl. § 304 AktG.

²¹⁹ Vgl. § 305 AktG.

²²⁰ Vgl. § 323 AktG.

²²¹ Der Vorstand der abhängigen Gesellschaft darf z.B. nicht zum Subventionsbetrug verleitet werden.

²²² Vgl. § 320 AktG.

²²³ Vgl. § 65 UmwG. In einer GmbH ist eine 75% - Mehrheit der abgegebenen Stimmen erforderlich, vgl. § 50 UmwG.

4.3.1.2 Minderheitenschutz durch obligatorische Übernahmeangebote

Neben gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen besteht ein anderer möglicher Ansatz des Minderheitenschutzes darin, den Sekundärhandel mit Unternehmensanteilen auf den Kapitalmärkten zu regulieren. Hier ist zunächst die Pflicht zu nennen, Beteiligungen zu veröffentlichen, wenn der Kapitalanteil einen bestimmten Prozentsatz überschreitet²²⁴. Darüber hinaus kann eine solche Kapitalmarktregulierung obligatorische Übernahmeangebote vorsehen: In diesem Fall muß, sobald die Konzentration der Stimmrechte eine gewisse, hinsichtlich der Beherrschungsmöglichkeiten als kritisch erachtete Schwelle überschreitet, allen übrigen Aktionären die Möglichkeit geboten werden, ihre Anteile zu den höchsten in der Vergangenheit vom Aufkäufer bezahlten Kursen zu veräußern. Dogmatisch lassen sich solche obligatorischen Übernahmeangebote aus dem Gleichbehandlungsgrundsatz ableiten: Ausgeschlossen werden soll eine Bevorzugung bestimmter Gesellschafter, deren Anteile der Aufkäufer zu besonders hohen Kursen übernommen hat.

Z.B. verlangt die in diesem Zusammenhang häufig als vorbildlich herausgestellte britische Regelung die Abgabe eines Übernahmeangebotes für alle ausstehenden Aktien, sobald die Beteiligungsquote des Aufkäufers eine Schwelle von 30% erreicht²²⁵. Die Untergrenze für den dem Angebot zugrunde liegenden Kaufpreis ist dabei durch den höchsten vom Aufkäufer während der letzten 12 Monate börslich oder außerbörslich bezahlten Kurs gegeben. Die Gültigkeit des Angebotes darf nur von der einzigen Bedingung abhängig gemacht werden, daß eine Mehrheitsposition erreicht wird. Eine eventuelle nachträgliche Erhöhung des Übernahmepreises soll auch solchen Aktionären zugute kommen, die bereits früher zugestimmt haben.

²²⁴ In Deutschland ergibt sich eine solche Veröffentlichungspflicht insbesondere aus dem Wertpapierhandelsgesetz.

²²⁵ Vgl. zur Regulierung von Unternehmensübernahmen in Großbritannien Herkenroth(1994)S.242ff., Kübler/Schmidt(1988)S.30ff., Knoll(1992)S.111ff. Die entsprechenden, insbesondere durch den Williams Act gegebenen Regeln in den USA schreiben dagegen nicht zwingend die Abgabe eines Übernahmeangebotes vor. Häufig finden sich jedoch stattdessen entsprechende Satzungsbestimmungen. Außer gewissen Verkehrsregeln, die bei der Abgabe eines Übernahmeangebotes zu beachten sind, wird durch den Williams Act insbesondere die Pflicht des Aufkäufers betont, seine Absichten und Ziele offenzulegen. Kübler/Schmidt(1988)S.217f. kennzeichnen die Unterschiede dadurch, daß die britische Regelung die Anleger in erster Linie vor einer möglichen Ausbeutung schützen will, während durch den amerikanischen Ansatz verhindert werden soll, daß die Anleger ihre Anteile frühzeitig unter Wert verkaufen.

Interessanterweise sind die entsprechenden Vorschriften nicht durch Gesetz geregelt, sondern Bestandteil des City Codes, einer freiwilligen Selbstverpflichtung der Organe des Finanzsektors. Durchsetzungsprobleme bestehen aber trotz der fehlenden Rechtsverbindlichkeit nicht, offensichtlich weil mit der Drohung, daß Verstöße zur Verweigerung von Geschäftskontakten führen, ein hinreichendes Druckmittel gegeben ist. Nicht Bestandteil einer freiwilligen Selbstregulierung ist jedoch der erzwungene Ausschluß solcher Gesellschafter, die das Übernahmeangebot nicht annehmen. Erreicht der Aufkäufer die Zustimmung aus mehr als 90% der noch ausstehenden Aktien, dann dürfen die restlichen Aktien zu den Bedingungen des Übernahmeangebotes eingezogen werden²²⁶. Da es, um eine solche Zustimmungsquote zu erreichen, eines recht großzügigen Angebotes bedarf, kann hier das Risiko einer Übervorteilung der Minderheiten als gering veranschlagt werden²²⁷.

Auch die Entwurfsvorschläge für eine geplante 13. EU - Richtlinie zur Regulierung von Unternehmensübernahmen orientierten sich ursprünglich weitgehend am durch den City Code gegebenem Vorbild. Im Laufe der Zeit wurden die Entwürfe jedoch erheblich abgeschwächt. Der neueste Entwurf von 1996 läßt als Auslöseschwelle für obligatorische Übernahmeangebote bei der nationalen Umsetzung auch einen höheren Wert als 30% zu²²⁸. Insbesondere kann jetzt aber auch ganz auf obligatorische Übernahmeangebote verzichtet werden, wenn der Minderheitenschutz durch „andere geeignete oder mindestens gleichwertige Vorkehrungen“ gewährleistet ist²²⁹. Diese auf deutschen Druck hin zustande gekommene Ausnahmeregel bezieht sich insbesondere auf die konzernrechtlichen Vorschriften des Aktiengesetzes.

Schließlich ist noch der von der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen entwickelte Übernahmekodex zu erwähnen, dem sich börsennotierte Gesellschaften auf freiwilliger Basis unterwerfen können. Zugestimmt haben bisher 40% aller börsennotierten Unternehmen und 87% bzw. 61% aller Dax 30 bzw. Dax 100 Werte²³⁰. Nach einer Überarbeitung im Herbst 1997 muß dem Übernahmeangebot der höchste während der letzten 3 Monate bezahlte Kurs zugrunde gelegt werden; vorher durfte dieser Kurs um bis zu 25% unterschritten werden. Auslöseschwelle ist insbesondere der Erwerb einer Mehrheit der Stimmrechte. Kein Übernahmeangebot muß allerdings abgegeben werden, wenn beabsichtigt

²²⁶ Sec. 428 des Companies Act 1985. Vgl. Herkenroth(1994)S.248, Knoll(1992)S.313.

²²⁷ Vgl. Hecker/Wenger(1995)S.324. Darüber hinaus steht der ablehnenden Minderheit auch der Rechtsweg offen, wobei allerdings von den Gerichten Abfindungen oberhalb börslich oder außerbörslich bezahlter Kurse als fair angesehen werden.

²²⁸ Der neue Richtlinienentwurf ist abgedruckt in Die Aktiengesellschaft, 1997, S.217ff.

²²⁹ Vgl. Art. 3(1) des Richtlinienvorschlages.

²³⁰ Vgl. Kirchner/Ehrlicke(1998)S.105 Fußnote 8.

ist, innerhalb der nächsten 18 Monate einen Unternehmensvertrag abzuschließen oder eine Eingliederung, einen Formwechsel oder eine Verschmelzung der Zielgesellschaft herbeizuführen²³¹. Dem liegt offensichtlich die Vorstellung zugrunde, daß in diesen Fällen durch das Konzernrecht bereits ein hinreichender Minderheitenschutz gegeben ist.

4.3.2 Ökonomische Analyse des Minderheitenschutzes

4.3.2.1 Das Spannungsfeld zwischen Minderheitenschutz und Markt für Unternehmenskontrolle

Grundsätzlich wird die Preisbildung am Kapitalmarkt auch die Einflußmöglichkeiten via Stimmrechtsausübung berücksichtigen²³², wobei sich diese Einflußmöglichkeiten durch die in Abschnitt 4.2 beschriebenen Machtindizes quantifizieren lassen. Ein Machtindex in Höhe von Null würde sich z.B. ergeben, wenn im Rahmen eines Going Public von Konzerntöchtern eine Minderheitsbeteiligung an außenstehende Anteilseigner veräußert wird. Hier wird man erwarten, daß durch einen entsprechenden Preisabschlag kompensiert wird, daß die neu hinzukommenden Gesellschafter bei späteren Abstimmungen überstimmt werden können.

Ein anderer Fall liegt dagegen vor, wenn eine bislang unabhängige Gesellschaft später unter die Kontrolle eines Mehrheitsgesellschafters gerät. Die dadurch in eine Minderheitenposition geratenen Anteilseigner sehen sich dann möglicherweise nicht antizipierten Ausbeutungsrisiken oder gar Plünderungsabsichten gegenüber, wenn es der Aufkäufer vor allem auf die Erzielung von Sondervorteilen abgesehen hat und deshalb der Unternehmenswert infolge der Übernahme sinkt. Bei einer solchen nachträglichen Veränderung der Mehrheitsverhältnisse müssen die Anteilseigner daher durch geeignete Maßnahmen geschützt werden²³³.

Aus Sicht der Theorie des Marktes für Unternehmenskontrolle²³⁴ ist eine solche nachträgliche Veränderung der Mehrheitsverhältnisse, bei der von einem Aufkäufer eine Kontrollmehrheit erworben wird, wegen der disziplinierenden Wirkung auf das Management durchaus erwünscht. Diese Theorie geht davon aus, daß, wenn der Unternehmenswert infolge eines ineff-

²³¹ Der aktuelle Übernahmekodex ist abgedruckt in Die Aktiengesellschaft, 1998, S.133ff.; die vorherige Fassung in Die Aktiengesellschaft, 1995, S.563ff.

²³² Vgl. Abschnitt 4.1.

²³³ Aus ökonomischer Sicht zur Problematik des Minderheitenschutzes im deutschen Konzernrecht vgl. Wenger/Hecker(1995), Hecker/Wenger(1995), Wenger/Hecker/Knoesel(1997), Prantl(1994), Schenk(1997).

²³⁴ Dieser Begriff wurde von Manne(1965) geprägt. Für einen Überblick vgl. Wenger(1995).

fizient wirtschaftenden Managements sinkt, durch die entsprechend niedrigeren Kurse Aufkäufer angelockt werden. Hat ein solcher Aufkäufer eine Kontrollmehrheit erworben, dann wird er anschließend werterhöhende Reorganisationsmaßnahmen durchsetzen und dazu eventuell das Management austauschen²³⁵. Ein solcher Disziplinierungsmechanismus wird insbesondere bei branchenweiten Fehlentwicklungen, bei denen die Effizienzverluste nicht unmittelbar aus einem Vergleich mit anderen Unternehmen derselben Branche ersichtlich sind, als notwendig angesehen²³⁶. Letztlich wird das Management bereits durch die bloße Möglichkeit einer feindlichen Übernahme diszipliniert, unabhängig davon, wie häufig solche Übernahmen tatsächlich stattfinden.

Eine direkte Kontrolle des Managements durch die Anleger ist dagegen, insbesondere wenn es sich um eine Publikumsaktiengesellschaften mit breit gestreuten Anteilen handelt, kaum zu erwarten. Da der Kontrollaufwand vom kontrollierenden Anteilseigner voll zu tragen ist, ein höherer Unternehmenswert dagegen nur anteilig zugerechnet wird, ist zweifelhaft, ob das Management auf eine im Interesse der Anleger liegende Unternehmenspolitik verpflichtet werden kann. Aufgrund der offensichtlichen Free-Rider-Problematik erscheint vielmehr die regelmäßig zu beobachtende „Apathie der Aktionäre“ als ein individuell rationales Verhaltensmuster. Durch die Handelbarkeit der Kontrollrechte gegenüber Unternehmen ist also ein Ausweg aus diesem Dilemma gegeben, weil dann die Möglichkeit besteht, daß es zur Konzentration der Unternehmensanteile in den Händen eines Aufkäufers kommt.

Um die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle zu erhalten, sollte der Minderheitenschutz daher einerseits nicht so ausgestaltet werden, daß Unternehmensübernahmen gänzlich verhindert werden. Dieser Einwand ist z.B. geltend zu machen, wenn Raiser(1992)S.565 die Vinkulierung von Aktien²³⁷ oder die Einführung von Höchststimmrechten als möglichen Bestandteil einer Konzerneingangskontrolle zum Schutz von Minderheitsgesellschaftern vor dem Entstehen von Abhängigkeit herausstellt. Ziel solcher Maßnahmen ist in der Praxis vermutlich ohnehin weniger der Minderheitenschutz als der Schutz des Managements vor feindlichen Übernahmen. Problematisch erscheint aber auch der entgegengesetzte Standpunkt von Grossman/Hart(1980a), wonach umgekehrt - damit die Funktionsfähigkeit

²³⁵ Entsprechend sind Unternehmensübernahmen regelmäßig mit erheblichen Wertsteigerungen der Zielgesellschaften verbunden, vgl. Jensen(1988), (1993), Nathan/O'Keefe(1989). Aus Sicht der übernehmenden Gesellschaften, die mit Übernahmen Expansions- und Diversifikationsstrategien verfolgen, sind dagegen häufig Fehlschläge zu verzeichnen. Ob sich insgesamt ein positiver Nettoeffekt ergibt, ist umstritten, vgl. Franks/Harris/Titman(1991).

²³⁶ Vgl. Jensen(1988), (1993), Morck/Shleifer/Vishny(1989), Wenger(1987).

²³⁷ Die Aktien dürfen dann nur mit Zustimmung der Gesellschaft übertragen werden, vgl. § 68(2) AktG.

des Marktes für Unternehmenskontrolle erhalten bleibt - der Minderheitenschutz mehr oder weniger ausgehöhlt werden muß.

Grossman/Hart üben in ihrem Beitrag fundamentale Kritik an den landläufigen Vorstellungen über die Funktionsweise des Marktes für Unternehmenskontrolle: Angenommen, ein Aufkäufer könnte den Unternehmenswert von UW_0 auf $UW' > UW_0$ erhöhen und würde deshalb ein Vollübernahmegebot für alle ausstehenden Aktien machen²³⁸. Unterstellt sei außerdem, daß sich vor dem Übernahmever such alle Anteile in Streubesitz befinden, so daß die Verkaufentscheidung eines einzelnen Gesellschafters keinen ausschlaggebenden Einfluß auf den Erfolg des Übernahmeangebotes hat. Gehen die Anteilseigner nun von der Erwartung aus, daß der Übernahmever such gelingt, dann werden sie wegen der erwarteten Wertsteigerung ihre Anteile nur zu solchen Kursen verkaufen, die einer höheren Bewertung als dem späteren Unternehmenswert UW' entsprechen, weil andernfalls das Halten der Anteile lohnender ist. Ohne die Berücksichtigung von Sondervorteilen kann der Aufkäufer also kein erfolgreiches Übernahmeangebot abgeben, da seine maximale Zahlungsbereitschaft durch UW' abzüglich der mit dem Übernahmever such verbundenen Kosten gegeben ist²³⁹.

Ein anderes Ergebnis würde sich jedoch dann einstellen, wenn ein Teil der erzielbaren Wertsteigerung in Form von Sondervorteilen S' anfällt. Der Aufkäufer wäre dann bereit, für die Übernahme aller Aktien einen Preis P mit $UW' < P < UW' + S'$ zu bieten. Nach Ansicht von Grossman/Hart sollte es daher, um die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle zu gewährleisten, einem Aufkäufer ausdrücklich gestattet werden, Unternehmensressourcen für die Produktion privater Sondervorteile zu verwenden, auch wenn sich dadurch zu Lasten der nicht ausgeschiedenen Gesellschafter der eigentliche Unternehmenswert UW' reduziert. Dies würde dazu führen, daß die Anleger ein Übernahmeangebot nicht deshalb ablehnen, weil sie auf die Teilhabe an einem zukünftig höheren Unternehmenswert hoffen²⁴⁰. Es gibt ein aus ex ante Sicht der Anleger optimales Niveau für einen solchen „Dilution Factor“, der sich aus einem trade-off zwischen der Wahrscheinlichkeit eines späteren Übernahmever suches und dem Mindestpreis, der bei einem erfolgreichen Übernahmeangebot geboten werden muß, ergibt.

²³⁸ Das von Grossman/Hart beschriebene Problem kann aber auch dann entstehen, wenn der Aufkäufer die Anteile ohne öffentliches Übernahmeangebot durch Zukauf an der Börse erwerben will.

²³⁹ Das Problem kann, wenn entsprechende Mitteilungspflichten über die jeweilige Beteiligungshöhe bestehen, auch nicht dadurch umgangen werden, daß heimlich eine Mehrheit zusammengekauft wird, vgl. dazu auch Grossman/Hart(1980b).

²⁴⁰ Man kann daher eine effizienzerhöhende Übernahme als öffentliches Gut ansehen, das vom Aufkäufer nur bereitgestellt wird, wenn die Anleger als Trittbrettfahrer ein entsprechendes Fahrgeld entrichten.

Eine Prognose darüber, ob in einer Welt, in der der Minderheitenschutz perfekt funktioniert und keine Sondervorteile erzielt werden können, erfolgreiche Übernahmeangebote abgegeben werden können, läßt sich aus den Überlegungen von Grossman/Hart allerdings nicht ableiten. Gezeigt wird nur, daß ein atomistischer Anteilseigner kein den zukünftigen Wert der Anteile unterschreitendes Übernahmeangebot annehmen wird, wenn er erwartet, daß das Angebot von allen übrigen Anteilseignern angenommen wird. Richten alle Anteilseigner ihr Handeln danach aus, dann wird der Aufkäufer aber keine ausreichende Kontrollmehrheit erreichen. Gehen die Anteilseigner jedoch umgekehrt davon aus, daß der Übernahmeversuch scheitert, dann ist der bisherige Unternehmenswert UW_0 und nicht UW' die relevante Preisuntergrenze. In diesem Fall kann ein erfolgreiches Übernahmeangebot auch von solchen Aufkäufern, die selber keine Sondervorteile erzielen, abgegeben werden. Da also das tatsächliche Ergebnis immer den jeweiligen Erwartungen genau widerspricht, existiert bei reinen Strategien kein Gleichgewicht mit rationalen Erwartungen.

Ein naheliegender Ausweg besteht nun darin, Gleichgewichte mit gemischten Strategien zu betrachten, bei denen das Übernahmeangebot von den Anteilseignern mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit angenommen bzw. abgelehnt wird. Aus der individuellen Annahmewahrscheinlichkeit errechnet sich die Wahrscheinlichkeit, mit der dem Aufkäufer ausreichend viele Aktien angeboten werden. Im Gleichgewicht muß für den Aufkäufer die Abgabe eines Übernahmeangebotes vorteilhaft sein, wenn seine Erwartungen hinsichtlich der Akzeptanz des Angebotes mit der sich hieraus ergebenden Erfolgswahrscheinlichkeit übereinstimmen; als weitere Voraussetzung muß jeder atomistische Anteilseigner außerdem genau indifferent zwischen Annahme und Ablehnung sein²⁴¹. Man kann zeigen, daß dann auch für Übernahmeangebote unterhalb des sich im Erfolgsfalle einstellenden Unternehmenswertes UW' eine positive Erfolgswahrscheinlichkeit besteht und daß solche Übernahmeangebote auch dann lohnend sind, wenn der Aufkäufer keine Sondervorteile erzielen kann²⁴².

²⁴¹ Ohne Indifferenz würden die Anteilseigner das Übernahmeangebot mit Sicherheit entweder annehmen oder ablehnen.

²⁴² Vgl. Bebchuk(1989). Dabei muß es sich um unbedingte Übernahmeangebote handeln, d.h. die eingereichten Anteile werden auch dann vom Aufkäufer übernommen, wenn er keine Kontrollmehrheit erreicht. Unmittelbar einleuchtend ist, daß bei einem bedingten Angebot das Halten der Anteile die dominante Strategie ist, vgl. Bebchuk(1989)S.174. Die Aussicht auf zukünftige Wertsteigerungen in Folge eines erfolgreichen Übernahmeangebotes bleibt dann erhalten, während dann, wenn dem Bieter nicht genügend Anteile angeboten werden, die Entscheidung über die Annahme des Angebotes sich im nachhinein als irrelevant erweist.

Ein weiterer Einwand gegen die Thesen von Grossman/Hart ergibt sich daraus, daß in der Realität den Anteilseignern nicht immer genau bekannt sein wird, welchen zukünftigen Unternehmenswert UW' der Aufkäufer realisieren kann. Die Informationen über UW' werden vielmehr durch den Preismechanismus und die Zahlungsbereitschaft des Aufkäufers signalisiert. Der Aufkäufer hat aber kein Interesse daran, den Wert von UW' zu übertreiben²⁴³. Letztlich ist es eine Frage der Verhandlungsmacht, zu welchem Wert zwischen bisherigen Unternehmenswert UW_0 und UW' die Übernahme abgewickelt wird und wie daher der bei einer effizienten Unternehmensübernahme entstehende Surplus zwischen den bisherigen Anteilseignern und dem Aufkäufer verteilt wird. Grossman/Hart betrachten offensichtlich den Extremfall, daß die bisherigen Anteilseigner Anspruch auf den gesamten entstehenden Surplus erheben können.

4.3.2.2 Effizienzkriterien des Minderheitenschutzes

Ausgedrückt in einem Begriff der Spieltheorie kann es bei Unternehmensübernahmen dann zu einer Übervorteilung von Minderheiten kommen, wenn der gegebene Zustand kein Element des Kerns ist²⁴⁴: In einem Zustand außerhalb des Kerns gibt es eine Unterkoalition, die durch gemeinsames Handeln für ihre Mitglieder eine Verbesserung erreichen kann, wobei die übrigen Spieler von einem negativen externen Effekt betroffen sein können. Im Fall einer Unternehmensübernahme besteht eine solche Unterkoalition aus dem Aufkäufer sowie denjenigen Anteilseignern, die ihre Aktien mit Gewinn an den Aufkäufer veräußern. Die nicht verkauften Anteilseigner können hier von einem negativen externen Effekt betroffen sein, wenn es der Aufkäufer vor allem auf Sondervorteile abgesehen hat, an denen die verbleibenden Minderheiten nicht beteiligt sein werden, und der eigentliche Unternehmenswert infolge der Übernahme sinkt.

²⁴³ Insbesondere eine kostenintensive Suche nach unterbewerteten Zielunternehmen wird sich nur lohnen, wenn eine Geheimhaltung sowohl gegenüber den bisherigen Anteilseignern als auch gegenüber konkurrierenden Aufkäufern gelingt.

²⁴⁴ Zur Definition des Kerns vgl. z.B. Holler/Illing(1996)S.267f.

Die Tatsache, daß es Minderheiten gibt, die Verluste erleiden, ist allerdings unter allokativen Gesichtspunkten noch kein hinreichendes Indiz dafür, daß die Übernahme sozial ineffizient ist. Dazu kommt es darauf an, ob die Gewinne des Aufkäufer und der verkaufenden Anteilseigner größer sind als die Verluste der verbleibenden Minderheiten oder nicht. Eine positive Differenz ergibt sich, wenn die Unternehmensressourcen aufgrund der mit der Übernahme verbundenen Reorganisation einer insgesamt effizienteren Verwendung zugeführt werden. Dabei ist es letztlich unerheblich, ob Gewinne als Sondervorteile oder als eigentlicher Unternehmenswert anfallen, wenn man Verteilungsprobleme und damit das Problem der privaten Effizienz ausklammert.

Welche Unternehmensübernahmen sich lohnen und deshalb auch zustande kommen, wird vom jeweils geltenden Minderheitenschutz beeinflusst. Die Implementierung eines Schutzsystems für Minderheiten wirkt also als Filter, wobei sich insbesondere aufgrund von Informationsproblemen und Transaktionskosten unter realistischen Bedingungen keine first-best Lösung erzielen läßt. Bei jeder Form des Minderheitenschutzes ist also nicht ausgeschlossen, daß effiziente Übernahmen verhindert (Fehler 1. Art) und/oder ineffiziente Übernahmen ermöglicht werden (Fehler 2. Art).

Durch die Verhinderung effizienter Übernahmen werden dabei gewissermaßen unsichtbare Kosten verursacht, die auch von empirischen Untersuchungen zumindest nicht direkt erfaßt werden. Empirische Untersuchungen analysieren überwiegend, wie sich tatsächlich zustande gekommene Unternehmensübernahmen auf die Aktienkurse der beteiligten Gesellschaften auswirken²⁴⁵. Die empirisch wesentlich schwieriger abzuschätzenden entgangenen Gewinne, die entstehen, weil effiziente Unternehmensübernahmen aufgrund eines möglicherweise zu weit gehenden Minderheitenschutzes blockiert werden, bleiben bei solchen Untersuchungen dagegen häufig unberücksichtigt.

²⁴⁵ Als Beispiel seien die Ergebnisse der empirischen Untersuchung von Franks/Harris/Meyer(1988) angeführt, die zeigen, daß die Anleger in Großbritannien unter den Bedingungen des City Code bei Unternehmensübernahmen von hohen Prämien profitieren können.

Versetzt man sich in die Lage eines individuellen Anteilseigners, dann ist durch das in Abbildung 7 wiedergegebene Schema ein erster Überblick über das Problem des Minderheitenschutzes und die individuellen Auswirkungen von Unternehmensübernahmen möglich: UW_0 bezeichnet wieder den Unternehmenswert, der sich ohne Übernahme einstellt. Kommt es zu einem Übernahmeversuch, dann werden einige Anteilseigner ihre Aktien zu einem Kurs verkaufen, der sich errechnet, indem der Preis P für das Unternehmen durch die Anzahl der ausgegebenen Aktien geteilt wird. Eine Verbesserung gegenüber dem Status quo ergibt sich, wenn $P > UW_0$ gilt. Zu berücksichtigen ist, daß UW_0 dabei nicht als unabhängig vom jeweils implementierten System des Minderheitenschutzes exogen vorgegeben angesehen werden kann: Werden Unternehmensübernahmen durch bestimmte zusätzliche Anforderungen des Minderheitenschutzes erschwert, dann hat die entsprechend geringere Wahrscheinlichkeit einer möglicherweise feindlichen, das Management disziplinierenden Übernahme auch Einfluß darauf, wie effizient das Management wirtschaftet. Es ist also nicht ausgeschlossen, daß durch den Minderheitenschutz zugleich auch das Management vor feindlichen Übernahmen geschützt wird.

Nachdem der Aufkäufer eine Mehrheit erworben hat und die Unternehmenspolitik kontrolliert, stellt sich der Unternehmenswert UW' ein. Im Fall von $UW' < UW_0$ ergeben sich Verluste für solche Anteilseigner, die nicht rechtzeitig, d.h. bevor mögliche Plünderungsrisiken in den Kursen berücksichtigt werden, verkauft haben. Das Konzernrecht des Aktiengesetzes will die Minderheiten vor solchen Plünderungsrisiken zunächst dadurch schützen, daß nachteilige Weisungen an eine abhängige Gesellschaft innerhalb einer lediglich faktischen Konzernverbindung nicht zulässig sind. Wird dagegen ein Beherrschungsvertrag abgeschlossen oder erfolgt eine Eingliederung, dann haben die Minderheiten Anspruch auf eine Abfindung. Wird eine solche Abfindung als Approximation von UW_0 bestimmt, dann können nur die Anteilseigner von der Übernahme profitieren, die ihre Aktien zu $P > UW_0$ entsprechenden Kursen an den Aufkäufer verkauft haben, bevor dieser eine Kontrollmehrheit erreicht hat. Erfolgt der Minderheitenschutz dagegen durch obligatorische Übernahmeangebote, dann haben alle Anleger die Möglichkeit, ihre Aktien zu dem höchsten Kurs, der anderen Anteilseignern bezahlt wurde, zu verkaufen. Im folgenden soll jeweils die Effizienz dieser unterschiedlichen Ansätze untersucht werden.

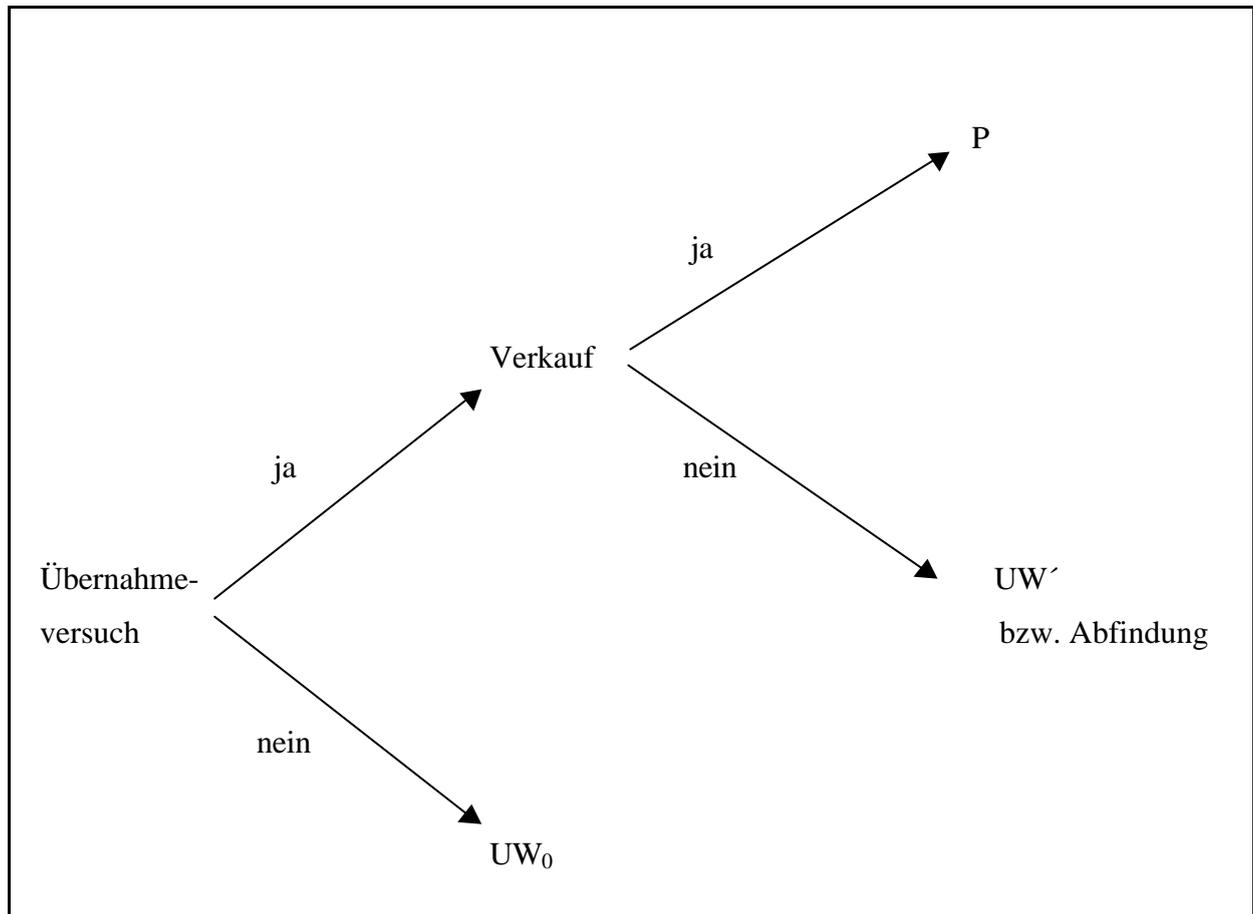


Abbildung 7: Individuelle Auswirkungen von Unternehmensübernahmen

4.3.2.3 Zur Bestimmung von Abfindungen

Bei Abschluß eines Beherrschungsvertrages ist eine Abfindung²⁴⁶ anzubieten, durch die die entfallenden Mitsprachemöglichkeiten der verbleibenden Minderheiten ausglich werden sollen, d.h. die Möglichkeit von „Voice“ wird durch eine „Exit“ - Option ersetzt²⁴⁷. Es ist zunächst der herrschenden Gesellschaft bzw. den von ihr beauftragten Wirtschaftsprüfern überlassen, eine „angemessene“ Abfindung vorzuschlagen. Mit dem sogenannten Spruchstellenverfahren verfügen die Minderheiten aber über eine im allgemeinen für sie kostenlose Überprüfungsmöglichkeit²⁴⁸. Damit wird die tatsächliche Abfindungspraxis weitgehend von den durch die Rechtsprechung entwickelten Grundsätzen bestimmt.

Die Angemessenheit von Abfindungen wird nun von den Gerichten auch dann, wenn Börsenkurse vorliegen, nicht etwa durch einen Vergleich mit diesen Marktwerten überprüft. Vielmehr hat sich in der Rechtsprechung als Ausfluß einer von Wenger/Hecker/Knoesel(1997) S.99 als „spätscholastisch“ bezeichneten Denktradition die Praxis herausgebildet, Abfindungen stattdessen anhand sogenannter „innerer“ Werte zu bestimmen. Grundlage für die Ermittlung solcher innerer Werte sind die von Wirtschaftsprüfern erstellten Bewertungsgutachten, in denen der Ertragswert durch Diskontierung zukünftiger Überschüsse errechnet wird²⁴⁹.

Gemäß § 305(3)S.2 AktG sind bei der Festlegung einer angemessenen Abfindung „die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlußfassung über den Vertrag zu berücksichtigen“. Hieraus wird die sogenannte Wurzeltheorie abgeleitet, wonach nur solche Gewinnaussichten zu berücksichtigen sind, „die am Stichtag in ihren Ursprüngen bereits angelegt und für Eingeweihte erkennbar waren, nicht jedoch spätere Entwicklungen, selbst wenn sie zu einer völlig anderen Bewertung führen müßten“²⁵⁰. Diese in der Rechtswissenschaft von der herrschenden Meinung akzeptierte methodische Vorentscheidung führt regelmäßig dazu, daß den Minderheiten zukünftige Wertsteigerungen oder aus der Übernahme resultierende Synergie-

²⁴⁶ Wenn die herrschende Gesellschaft im Inland ansässig ist und selber weder abhängig ist noch in Mehrheitsbesitz steht, dann erfolgt keine Barabfindung, sondern eine Abfindung durch Aktien der herrschenden Gesellschaft, vgl. § 305 AktG. Unter Liquiditätsgesichtspunkten macht dies kaum einen Unterschied aus, wenn die angebotenen Aktien regelmäßig an der Börse gehandelt werden, solange nur der entsprechende Gegenwert der Abfindung als fair anzusehen ist. Außerdem wird häufig zusätzlich freiwillig eine Barabfindung angeboten.

²⁴⁷ Zu den Begriffen Exit bzw. Voice vgl. Hirschman(1970).

²⁴⁸ Die Kosten des Verfahrens werden gemäß § 306(7) AktG im Regelfall von den jeweiligen Unternehmen getragen, zwischen denen der Beherrschungsvertrag abgeschlossen wird.

²⁴⁹ Bei der in der Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP), 1998, S.1872ff. wiedergegebenen Entscheidung (EKU-AG) wurde die Abfindung nur deshalb anhand der Börsenkurse bestimmt, weil hier kein Bewertungsgutachten eingeholt werden konnte.

²⁵⁰ Vgl. Raiser(1992)S.624 mit weiteren Nachweisen.

gewinne vorenthalten werden und sich die Höhe der Abfindung an dem sich aus der bisherigen Nutzung der Unternehmensressourcen ergebenden Unternehmenswert UW_0 orientiert²⁵¹.

In der Praxis unterliegt die Höhe der festgelegten Abfindungen erheblichen, anscheinend mehr oder weniger zufälligen Schwankungen²⁵². In manchen Fällen kann das Spruchstellenverfahren zu einer Verdopplung der ursprünglich angebotenen Abfindung führen. In der Literatur werden mitunter Zweifel hinsichtlich der Objektivität der als Entscheidungsgrundlage dienenden Gutachten der Wirtschaftsprüfer geäußert, wobei der Ansatz eines unangemessen hohen Kalkulationszinsfußes offensichtlicher ist als etwaige Manipulationen bei den unterstellten Gewinnaussichten²⁵³. Ob allerdings die Minderheiten systematisch benachteiligt werden²⁵⁴, kann vor dem Abschluß einschlägiger Untersuchungen nicht eindeutig beantwortet werden²⁵⁵. Bei einer solchen Untersuchung ist auch zu beachten, daß dann, wenn von der Börse bereits durch einen entsprechend Abschlag antizipiert wird, daß eine zu niedrige Abfindung gewährt wird, nicht durch einen einfachen Vergleich von Börsenkurs und Abfindung bestimmt werden kann, ob die Abfindung fair ist. Eine faire Abfindung müßte in diesem Fall vielmehr über dem Börsenkurs liegen.

Das Problem unangemessen niedriger Abfindungen wird nicht dadurch weniger relevant, daß die Minderheiten zumindest dann, wenn keine Eingliederung vorliegt, nicht zwangsläufig gegen Abfindung aus der Gesellschaft ausscheiden müssen. Wie bereits erwähnt wird den in der Gesellschaft verbleibenden Minderheiten gemäß § 304 AktG eine betragsmäßig fixierte, jährlich zu zahlende Ausgleichszahlung gewährt. Der Abfindungsanspruch wird also durch eine Rente ersetzt, so daß die Minderheiten auch hier zumindest für die Dauer des Beherrschungsvertrages von der wirtschaftlichen Entwicklung der Gesellschaft abgeschnitten wer-

²⁵¹ Vgl. aber die Kritik von Böcking(1994) an der herrschenden Meinung, wonach gemäß dem stand alone Grundsatz Verbundeffekte bei der Unternehmensbewertung nicht zu berücksichtigen sind. Bereits Drukarczyk(1973) hat eine Konzeption der Abfindung kritisiert, die sich gewissermaßen als Schadensersatz ausschließlich am bisherigen Unternehmenswert orientiert.

²⁵² Dies hängt auch damit zusammen, daß das Spruchstellenverfahren nicht der Zivilprozeßordnung, sondern dem Gesetz über die Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit unterliegt und deshalb keine einheitliche, vom Bundesgerichtshof kontrollierte Rechtsprechung existiert.

²⁵³ Für Fallbeispiele zur Abfindungspraxis vgl. Hecker/Wenger(1995)S.326ff.

²⁵⁴ Eine systematische Benachteiligung der Minderheiten ist zumindest insofern gegeben, als dem herrschenden Aktionär gemäß § 305(5)S.4 iVm § 304(5) AktG ein Sonderkündigungsrecht zugesprochen wird, falls er mit der gerichtlich bestimmten Abfindung nicht einverstanden ist, wobei aber unklar ist, wie sich eine solche Kündigung auf die Abfindungsverpflichtungen auswirkt und ob dann eine Rückabwicklung des Unternehmensvertrages erforderlich ist, vgl. dazu Hecker/Wenger(1995)S.332ff.

²⁵⁵ Für Zwischenergebnisse einer noch nicht abgeschlossenen empirischen Untersuchung vgl. Wenger/Hecker/Knoesel(1997)S.116ff.

den²⁵⁶. Zugleich ergibt sich eine Asymmetrie, da bei erheblichen Steigerungen des Unternehmenswertes ein Anreiz entsteht, die noch vorhandenen Minderheiten durch Eingliederung zwangsweise aus dem Unternehmen zu entfernen, während bei drohenden Wertminderungen mit einer Kündigung des Unternehmensvertrages gerechnet werden muß. Im Extremfall sind die Minderheiten dem Risiko ausgesetzt, im Fall einer Kündigung nur noch ein ausgeplündertes Unternehmen zurückzuerhalten.

Zwar soll einer solchen Ausplünderung durch den Anspruch des § 302 AktG auf Ausgleich von Verlusten durch die herrschende Gesellschaft entgegengewirkt werden. Diese Vorschrift stellt jedoch zumindest ihrem Wortlaut nach nur sicher, daß das bilanzielle Eigenkapital bei Vertragsende noch vorhanden ist. Etwaige stille Reserven werden dagegen nicht geschützt. Ein buchhalterischer Verlust würde nämlich dann nicht entstehen, wenn etwa Beteiligungen oder Immobilienvermögen zu Buchwerten an das herrschende Unternehmen veräußert werden und die Buchwerte erheblich hinter den entsprechenden Marktwerten zurückbleiben. Besteht ein Gewinnabführungsvertrag, dann könnte die herrschende Gesellschaft selbst bei einem Verkauf zu einem über dem Buchwert liegenden Preis über die dabei entstehenden außergewöhnlichen Erträge verfügen. In der juristischen Literatur wird in Übereinstimmung mit der bisherigen Rechtsprechung die Meinung vertreten, daß derartige sich nicht in der Bilanz niederschlagende Vermögensminderungen vom Ausgleichsanspruch des § 302 AktG nicht erfaßt werden²⁵⁷.

²⁵⁶ Darüber hinaus sind die verbleibenden Minderheiten wie alle Gläubiger von Festbetragsansprüchen auch den Gefahren einer Risikoerhöhung durch Asset Substitution ausgesetzt, vgl. Schenk(1997)S.667f. Wird alternativ nach § 304(2) eine variable Ausgleichzahlung als Bruchteil der Dividende des herrschenden Unternehmens festgelegt, dann ergibt sich das Problem, daß die Ansprüche der Minderheiten vom Ausschüttungsverhalten des herrschenden Unternehmens abhängig sind.

²⁵⁷ Maßgeblich für Ausgleichsansprüche soll demnach nur der sich aus der Bilanz ergebende Verlust sein, vgl. etwa Emmerich/Sonnenschein(1997)S.260f. Instrukтив sind die Ausführungen des OLG Düsseldorf, das mit Verweis auf die §§ 300ff. AktG folgendes feststellt: „ Jedoch wird damit nur die nominale Substanzerhaltung gewährleistet, nicht der Schutz der bei Beginn des Unternehmensvertrages vorhandenen stillen Reserven. Deshalb ist es zulässig, solche Reserven aufzulösen, indem z.B. unterbewertete Grundstücke verkauft werden, und die außergewöhnlichen Erträge zur Erhöhung des abgeführten Gewinns zu verwenden“, vgl. Die Aktiengesellschaft(1990)S.490-494, hier S.493. Abweichende Entscheidungen sind bislang nicht bekannt. Zweifelhaft erscheint auch der Hinweis des OLG Düsseldorf, derartige Vermögensrisiken wären durch die Gewährung entsprechend höherer Ausgleichszahlungen gedeckt. Zur Kritik an dieser Rechtsprechung vgl. Hecker/Wenger (1995)S.329f.

Zusammenfassend kann das deutsche Konzernrecht dadurch gekennzeichnet werden, daß sich die Höhe der den Minderheiten anzubietenden Abfindungen nach herrschender Ansicht am bisherigen Unternehmenswert UW_0 orientieren soll. Unabhängig davon, ob die Abfindungen in der Praxis tatsächlich immer wenigstens diesen Wert erreichen, ist eine Teilhabe an zukünftigen Wertsteigerungen kaum möglich. Dies gilt auch dann, wenn die Abfindung nicht angenommen wird, weil den verbleibenden Anteilseignern eine Ausgleichszahlung in Form eines gläubigerähnlichen Festbetragsanspruches gezahlt wird. Im letzteren Fall ergibt sich eine zusätzliche Unsicherheit bezüglich der Werthaltigkeit des Unternehmens im Falle einer späteren Kündigung des Unternehmensvertrages.

4.3.3. Effizienzanalyse obligatorischer Übernahmeangebote

4.3.3.1 Die Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote

Durch obligatorische Übernahmeangebote wird der Erwerber einer Mehrheitsbeteiligung dazu verpflichtet, auf Basis der früher bezahlten Höchstkurse ein Kaufangebot für alle noch ausstehenden Aktien zu machen. Problematisch dabei könnte sein, daß dadurch möglicherweise auch effiziente Unternehmensübernahmen blockiert werden²⁵⁸. Als einführendes Beispiel sei eine X - AG betrachtet, die 1 Million Aktien ausgegeben hat. 50% der Aktien werden von einer die Unternehmenspolitik kontrollierenden Familie F gehalten. Der derzeitige Unternehmenswert ist $UW_0 = 100$ Millionen DM; darüber hinaus erzielt F noch mit $S_0 = 10$ Millionen DM zu bewertende Sondervorteile. Insgesamt hat das 50% - Paket also für F einen Wert von $UW_0/2 + S_0 = 60$ Millionen DM, woraus sich bei einem möglichen Verkauf umgelegt auf 0,5 Millionen Aktien ein Kurs von 120 DM als Preisuntergrenze ergibt.

Unterstellt man, daß ein Erwerber E den Unternehmenswert um 10% auf $UW' = 110$ Millionen DM erhöhen und selber Sondervorteile in Höhe von $S' = 6$ Millionen DM erzielen könnte, dann wäre die maximale Zahlungsbereitschaft dieses Erwerbers für den Erwerb des 50% - Paketes durch $UW'/2 + S' = 61$ Millionen DM bzw. 122 DM je Aktie gegeben. Eine solche

²⁵⁸ Vgl. zu diesem Standardargument Easterbrook/Fischel(1982); (1991)S.110ff. Kritisch dazu Reul(1991)S.128ff.

Transaktion würde sich also lohnen, denn es ergibt sich eine positive Differenz zu dem von F geforderten Mindestpreis. Zugleich würden die übrigen Anteilseigner bei einer solchen Transaktion von einer 10% - tigen Kurssteigerung profitieren.

Bestünde jedoch für den Erwerber eine Pflicht zur Abgabe eines Übernahmeangebotes, dann käme eine solche, offensichtlich allseitig vorteilhafte Übernahme nicht mehr zustande: Einem solchen Übernahmeangebot müßte der der Familie F bezahlte Kurs zugrunde gelegt werden, also mindestens 120 DM je Aktie. Da dieser Kurs selbst den Wert überschreitet, der sich nach einer erfolgreichen Übernahme unter dem Regime von E einstellen würde, ist die Annahme des Übernahmeangebotes die für die Minderheiten in jedem Fall günstigste Alternative. E müßte also für den Erwerb aller Anteile insgesamt 120 Millionen DM aufwenden. Die Übernahme würde sich dann aber nicht mehr rechnen, weil eine 100% - Beteiligung dem Erwerber nur einen Nutzen in Höhe von $UW' + S' = 116$ Millionen DM stiftet.

Der Schutz von Minderheiten durch obligatorische Übernahmeangebote kann also in bestimmten Fällen zu einer Blockade effizienter Unternehmensübernahmen führen. Ursache dafür ist, daß die Prämie, die dem bisherigen Kontrollaktionär als Entschädigung für künftig wegfallende Sondervorteile zu leisten ist, auch an die übrigen Anteilseigner gezahlt werden muß. Die übrigen Anteilseigner kamen jedoch bisher nicht in den Genuß von Sondervorteilen und würden der Übernahme deshalb auch dann zustimmen, wenn eine solche Prämie nicht gezahlt werden würde. Dennoch werden der bisherige Kontrollaktionär und die übrigen Anteilseigner gleich behandelt.

Im vorliegenden Beispiel erhält man für die besagte Prämie, wenn Sondervorteile in Höhe von $S_0 = 10$ Millionen DM auf die von F gehaltenen 0,5 Millionen Aktien umgelegt werden, eine Prämie in Höhe von 20 DM je Aktie. Es ergibt sich also ein Mindestpreis von 120 DM je Aktie. Die Regeln obligatorischer Übernahmeangebote lassen es nicht zu, daß freiwillig ein niedrigerer Übernahmekurs vereinbart wird, obwohl die Minderheiten bereits bei jedem Kurs über 100 DM einen Gewinn erzielen würden. Freigestellt ist es dem Erwerber dagegen, auf die Übernahme ganz zu verzichten, wenn sie sich aufgrund einer solchen Vorschrift nicht mehr lohnt.

Die beispielhaft herausgestellte Blockadewirkung obligatorischer Übernahme soll im folgenden formal analysiert werden²⁵⁹. Dazu ist für beliebige Variablenausprägungen zu untersuchen, wann Unternehmensübernahmen jeweils mit bzw. ohne obligatorische Übernahmeangebote zustande kommen. Dabei wird von folgenden Annahmen ausgegangen: Es existiert ein amtierender, mit der Quote c_0 am Unternehmen beteiligter Kontrollaktionär²⁶⁰, unter dessen Management sich ein Unternehmenswert UW_0 einstellt und der Sondervorteile mit einem monetären Wert in Höhe von S_0 erzielt. Unter dem Regime eines rivalisierenden Erwerbers, der Sondervorteile S' erzielen könnte, würde sich dagegen der Unternehmenswert UW' einstellen. Nicht ausgeschlossen ist, daß vom Erwerber bereits vorab eine (Minderheits-) Beteiligung $c' > 0$ gehalten wird²⁶¹. Der in Streubesitz befindliche Anteil wird mit $c_{\text{Streu}} = 1 - c_0 - c'$ bezeichnet. Außerdem wird abkürzend $S' - S_0 = \Delta S$, $UW' - UW_0 = \Delta UW$ und $\Delta S + \Delta UW = \Delta(UW+S)$ geschrieben.

Der Erwerber ist also, um eine Mehrheit zu erreichen, darauf angewiesen, daß der amtierende Kontrollaktionär seine Beteiligung freiwillig an ihn veräußert. Zu untersuchen ist, ob jeweils eine positive Differenz zwischen der maximalen Zahlungsbereitschaft P_{max} des Erwerbers und dem vom amtierenden Kontrollaktionär geforderten Mindestpreis P_{min} besteht. Rivalisieren mehrere Erwerber gegeneinander, dann kommt eine Übernahme entsprechend immer dann zustande, wenn die angegebenen Bedingungen zumindest für einen Erwerber erfüllt sind, wobei derjenige Erwerber mit der höchsten Zahlungsbereitschaft gewinnen wird. Man erhält als erstes Ergebnis:

Ergebnis 1:

Wenn Übernahmeangebote für alle ausstehenden Aktien obligatorisch sind, dann erfolgt eine Unternehmensübernahme genau dann, wenn gilt:

$$(4.3-1) \quad \Delta(UW+S) > (c_{\text{Streu}}/c_0) S_0$$

²⁵⁹ Eine entsprechende Berechnung wurde auch von Bebchuk(1994) vorgenommen. Auf gewisse Verallgemeinerungen, abweichende Annahmen und Ergebnisse wird jeweils hingewiesen. Bei einem Vergleich der Ergebnisse ist insbesondere zu beachten, daß Bebchuk die Summe $UW + S$ mit der Variablen W bezeichnet.

²⁶⁰ Wegen der üblichen Mehrheitsregeln wird dabei regelmäßig $c_0 \geq 0,5$ gelten; geringere Werte für c_0 sind aber etwa bei entsprechend niedrigen Hauptversammlungspräsenzen denkbar.

²⁶¹ Bebchuk(1994) betrachtet dagegen nur den Spezialfall $c' = 0$.

Beweis:

Der amtierende Kontrollaktionär wird sein Beteiligungspaket nur dann verkaufen, wenn einer solchen Transaktion ein Unternehmenspreis P zugrunde liegt, der $c_0 P > c_0 UW_0 + S_0$ erfüllt. Hieraus ergibt sich die Preisuntergrenze $P_{\min} = UW_0 + S_0/c_0$, wobei ein Aufschlag auf den bisherigen Unternehmenswert UW_0 in Höhe von S_0/c_0 zu berücksichtigen ist. Die Bedingung, daß sich die Unternehmensübernahme für den Erwerber lohnt, wenn er alle Aktien auf der Basis eines einheitlichen Unternehmenspreises P übernimmt, lautet: $UW' + S' > (1-c')P + c'UW_0$, d.h. der Erwerber ist bereit, maximal $P_{\max} = (UW' + S' - c'UW_0)/(1-c') = \Delta(UW+S) + S_0/(1-c') + UW_0$ zu bieten. Man rechnet unmittelbar nach, daß $P_{\max} > P_{\min}$ wegen $1 - c' = c_{\text{Streu}} + c_0$ äquivalent zu Gleichung (1) ist.

Zu berücksichtigen ist schließlich noch die Möglichkeit, daß die Minderheiten das Übernahmeangebot eventuell nicht annehmen werden. Der Grund dafür kann nur sein, im Fall von $UW' > P$ an zukünftigen Wertsteigerungen teilhaben zu wollen. $UW' > P$ bedeutet zunächst, daß sich die Übernahme für den Erwerber auch ohne Beteiligung der Minderheiten lohnt, weil er für die vom bisherigen Kontrollaktionär übernommenen Aktien weniger bezahlt, als diese bereits ohne Berücksichtigung eventueller Sondervorteile unter seinem Management wert sind. Da $P_{\max} \geq UW'$ gilt und der Unternehmenspreis P , zu dem die Transaktion mit dem amtierenden Kontrollaktionär abgewickelt wird, die Bedingung $P > P_{\min} \geq UW_0$ erfüllt, folgt aus $UW' > P$, daß sowohl $P_{\max} > P_{\min}$ als auch die dazu äquivalente Gleichung (1) erfüllt ist. Im direkten Umkehrschluß folgt, daß wenn $P_{\max} > P_{\min}$ bzw. die Gleichung (1) nicht erfüllt ist, auch nicht $UW' > P$ gelten kann²⁶². Q.E.D.

²⁶² Man kann schließlich noch den - von Bebchuk(1994) nicht beachteten - Fall betrachten, daß der Erwerber von der amtierenden Kontrollgruppe nicht das gesamte Paket, sondern nur einen durch $c < c_0$ gegebenen Bruchteil erwirbt und dadurch ebenfalls eine Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebotes ausgelöst wird. Es läßt sich zeigen, daß sich auch in diesem Fall kein anderes Ergebnis ergibt: Die dann von c abhängige Preisuntergrenze $P_{\min}(c)$ berechnet sich, da sich ein Verkauf für die amtierende Kontrollgruppe nur lohnt, wenn $c P + (c_0 - c) UW' > c_0 UW_0 + S_0$ gilt, zu $P_{\min}(c) = UW' + (UW_0 + S_0/c_0 - UW')(c_0/c)$. Für den Erwerber muß dagegen $(1 - (c_0 - c)) UW' + S' > (1 - c' - (c_0 - c)) P + c'UW_0$ erfüllt sein, d.h. seine maximale Zahlungsbereitschaft ist $P_{\max}(c) = [(1 - c_0 + c) UW' + S' - c'UW_0]/(1 - c' - c_0 + c)$. Durch einige Umformungen läßt sich zeigen, daß $P_{\min}(c) < P_{\max}(c)$ äquivalent ist zu $c_{\text{Streu}} S_0 < c_0 \Delta(UW+S) + (c - c_0) [(1 - c_{\text{Streu}}) \Delta(UW + S) + c_{\text{Streu}} \Delta S]$. Damit diese Bedingung für ein $c < c_0$, nicht aber für $c = c_0$ erfüllt ist, muß $(1 - c_{\text{Streu}}) \Delta(UW + S) + c_{\text{Streu}} \Delta S < 0$ gelten. Wegen $1 - c_{\text{Streu}} \geq c_0$ und $\Delta S = S' - S_0 \geq -S_0$ folgt hieraus aber $\Delta(UW + S) < c_{\text{Streu}}/c_0 S_0$, d.h. die Übernahme käme dann auch mit $c = c_0$ zustande.

Ohne obligatorische Übernahmeangebote gilt dagegen:

Ergebnis 2:

Ist ein Kontrollwechsel allein durch den Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung möglich, ohne daß den Minderheiten ein Übernahmeangebot gemacht werden muß, dann kommt eine Unternehmensübernahme genau dann zustande, wenn es ein $c \geq 1 - c_{\text{Streu}}$ gibt mit:

$$(4.3-2) \quad \Delta(UW+S) > (1 - 1/c) \Delta S$$

Beweis:

Ein Verkauf lohnt sich für den amtierenden Kontrollaktionär, wenn $c_0P > c_0UW_0 + S_0$ gilt, so daß man auch hier wieder die Preisuntergrenze $P_{\min} = UW_0 + S_0/c_0$ erhält²⁶³. Außer vom bisherigen Kontrollaktionär kann der Erwerber weitere Anteile auf dem Kapitalmarkt erwerben, wobei sich ein durch den bisherigen Unternehmenswert UW_0 von unten begrenzter (Durchschnitts-) Preis $P_{\text{Streu}} > UW_0$ ergibt. Der Erwerb einer bestimmten Kontrollmehrheit $c \geq c_0 + c'$, die dem Erwerber einen Nutzen in Höhe von $cUW' + S'$ stiftet, lohnt sich dann, wenn die Bedingung $cUW' + S' > c_0P + (c - c_0 - c')P_{\text{Streu}} + c'UW_0$ erfüllt ist. Damit es diese Bedingung erfüllende $P > P_{\min}$ und $P_{\text{Streu}} > UW_0$ gibt, muß $cUW' + S' > c_0P_{\min} + (c - c_0 - c')UW_0 + c'UW_0 = cUW_0 + S_0$ gelten. Diese Ungleichung ist aber direkt äquivalent zu Gleichung (2). Q.E.D.

Bei diesem Beweis wurde unterstellt, daß der Erwerber neben dem vom bisherigen Kontrollaktionär übernommenen Paket, welches ihm bereits eine Kontrollmehrheit sichert, auf dem Kapitalmarkt noch weitere Anteile vom Streubesitz erwerben kann, wenn dabei mindestens der bisherige Unternehmenswert UW_0 vergütet wird, d.h. wenn dabei die Bedingung $P_{\text{Streu}} > UW_0$ erfüllt ist. Für den Erwerber lohnt sich ein solcher Zukauf genau dann, wenn $UW' > P_{\text{Streu}}$ gilt. Hier wird aber wieder die bereits erwähnte, von Grossman/Hart(1980a) herausgestellte Problematik relevant²⁶⁴: Im Fall von $P_{\text{Streu}} > UW_0$ wäre es nämlich für den Streubesitz vorteilhafter, nicht zu verkaufen und stattdessen später am höheren Unternehmenswert UW' unter dem Regime des Erwerbers teilzuhaben. Für die Gültigkeit von Ergebnis 2 könnte dies

²⁶³ Wenn der Erwerber von der amtierenden Kontrollgruppe nur einen kleineren Anteil $c < c_0$ erwirbt, gilt eine zur Fußnote 262 analoge Überlegung.

²⁶⁴ Vgl. Abschnitt 4.3.2.1.

dann Konsequenzen haben, wenn sich die Übernahme ohne die Möglichkeit, weitere Anteile vom Streubesitz zu erwerben, nicht rechnen würde.

Bei der Diskussion der Thesen von Grossman/Hart wurde jedoch bereits darauf hingewiesen, daß sich aus derartigen Überlegungen keine Prognose über den tatsächlichen Erfolg oder Mißerfolg von Unternehmensübernahmen ableiten läßt: Wenn die Übernahme aus diesem Grund tatsächlich scheitern würde, dann würden sich die Erwartungen des Streubesitzes gerade nicht erfüllen und sich der höhere alternative Unternehmenswert UW' gar nicht einstellen. Wenn dagegen umgekehrt damit gerechnet wird, daß die Übernahme nicht gelingt, dann ist tatsächlich UW_0 und nicht UW' die relevante Preisuntergrenze. Es stellt sich also immer das den jeweiligen Erwartungen genau widersprechende Ergebnis ein. In dieser Arbeit wird daher davon ausgegangen, daß eine Übernahme nicht deshalb scheitern kann, weil der Streubesitz seine Preisforderung zu stark an der Erwartung zukünftiger Steigerungen des Unternehmenswertes ausrichtet. Der über den bisherigen Unternehmenswert UW_0 hinausgehende Gewinn, den dem Streubesitz zuzuordnende Anteilseigner beim Verkauf ihrer Anteile verlangen, kann nicht so hoch sein, daß sich deshalb die Unternehmensübernahme nicht mehr rechnet²⁶⁵.

Ob eine Übernahme effizient ist, hängt von der Veränderung der Wertsumme $UW + S$ ab, die den sich aus der jeweiligen Verwendung der Unternehmensressourcen erzielten Gesamtertrag beschreibt, wobei es wegen der vorläufigen Ausklammerung distributiver Aspekte unerheblich ist, ob der entsprechende Ertrag als eigentlicher Unternehmenswert oder in Form von Sondervorteilen anfällt. Hinsichtlich der Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote ergeben sich damit folgende Aussagen:

Sind Übernahmeangebote obligatorisch, dann folgt aus Ergebnis 1 unmittelbar, daß solche zur einer Effizienzverbesserung führende Übernahmen blockiert werden (Fehler 1.Art), falls $0 < \Delta(UW + S) < (c_{\text{Streu}}/c_0) S_0$ gilt²⁶⁶. Ein first-best Ergebnis würde man nur dann erhalten, wenn für die Höhe der Sondervorteile S_0 des bisherigen Kontrollaktionärs $S_0 = 0$ gilt. Ande-

²⁶⁵ Dagegen wird bei Bebchuk(1994) einfach grundsätzlich ausgeschlossen, daß weitere Anteile auch vom Streubesitz erworben werden können. Ergebnis 2 ist bei einer solchen Annahme dahingehend zu modifizieren, daß Gleichung (2) für genau $c = c_0 + c' = 1 - c_{\text{Streu}}$ erfüllt sein muß; unter Berücksichtigung der abweichenden Variablenbezeichnungen entspricht dies genau dem bei Bebchuk(1994)S.965 angegebenen Ergebnis.

²⁶⁶ Denkbar wäre hier aber eine Umgehung der Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote, die darin besteht, daß zunächst die bisherige Kontrollgruppe ihre Beteiligung zu Kursen, die den bisherigen Unternehmenswert UW_0 widerspiegeln, durch Zukauf an der Börse auf 100% aufstockt, so daß anschließend $c_{\text{Streu}} = 0$ gilt, und erst danach die Transaktion mit dem Übernehmer abgewickelt wird. Falls eine solche Vorgehensweise tatsächlich möglich ist, würde sich ein first-best Ergebnis einstellen, bei dem genau solche Übernahmen mit $\Delta(UW+S) > 0$ zustande kommen. Vgl. hierzu auch Bebchuk(1994)S.972.

rerseits sind ineffiziente Übernahmen mit $\Delta(UW+S) < 0$ (Fehler 2.Art) bei obligatorischen Übernahmeangeboten nicht möglich.

Ohne die Verpflichtung zur Abgabe von Übernahmeangeboten sind gemäß Ergebnis 2 dagegen im Fall von $\Delta S > 0$ ineffiziente Übernahmen möglich. Dabei bedeutet $\Delta S > 0$, daß sich die Höhe der Sondervorteile im Anschluß an die Unternehmensübernahme erhöht. Hier kann es aber umgekehrt auch nicht im Fall von $\Delta S < 0$ zur Blockade effizienter Übernahmen mit $\Delta(UW+S) > 0$ kommen. Dies erkennt man, wenn $c = 1$ in Gleichung (2) gesetzt wird, was bedeutet, daß der Erwerber seinen Anteil durch Zukauf vom Streubesitz auf 100% aufstockt.

Schließlich stellt sich die Frage, ob die Blockade effizienter Unternehmensübernahmen durch obligatorische Übernahmeangebote, zu der es bei hohen Sondervorteilen des amtierenden Kontrollaktionärs kommen kann, oder die ohne eine solche Vorschrift möglichen ineffizienten Übernahmen, bei denen der Erwerber anschließend den Konsum von Sondervorteilen erhöht, stärker ins Gewicht fallen. Dazu kann folgende Aussage formuliert werden²⁶⁷:

Ergebnis 3:

Wenn ΔUW und ΔS unabhängig und symmetrisch um den Nullpunkt verteilt sind, dann verursachen obligatorische Übernahmeangebote im Durchschnitt höhere soziale Kosten.

Beweis:

Man betrachte eine ineffiziente Übernahme mit $\Delta(UW+S) < 0$ und $\Delta S > 0$, die ohne obligatorisches Übernahmeangebot zustande kommen würde. Aus Gleichung (2) folgt, daß es dann ein $c > 1 - c_{\text{Streu}}$ gibt mit $0 > \Delta(UW+S) > (1 - 1/c) \Delta S$. Voraussetzungsgemäß mit gleicher Wahrscheinlichkeit tritt die komplementäre Datenkonstellation mit $\Delta^*(UW+S) = -\Delta(UW+S)$ und $\Delta^* S = -\Delta S$ ein, bei der nun eine effiziente Übernahme durch obligatorische Übernahmeangebote blockiert wird, weil wegen $\Delta^*(UW+S) < (1-1/c) \Delta^* S \leq -(c_{\text{Streu}}/c) \Delta^* S \leq (c_{\text{Streu}}/c) S_0^*$

²⁶⁷ Die in Fußnote 265 erwähnten abweichenden Annahmen bei Bebchuk(1994) sind für das folgende Ergebnis nicht kritisch. Ein entsprechendes Ergebnis wird unter der (strengeren) Annahme, daß der Erwerber keine weiteren Anteile vom Streubesitz erwerben kann, von Bebchuk(1994)S.974ff. angegeben. Aus den weiteren Untersuchungen bei Bebchuk ergibt sich, daß das Ergebnis recht stabil hinsichtlich einer Modifizierung der Voraussetzungen ist. Eine Aussage zugunsten obligatorischer Übernahmeangebote erhält man nur, wenn von einer positiven Korrelation zwischen $\Delta(UW+S)$ und ΔS ausgegangen wird, vgl. Bebchuk(1994)S.979f. Gründe für eine solche positive Korrelation sind nicht offensichtlich.

Gleichung (1) nicht erfüllt ist. Die entgangenen Gewinne durch die Blockade effizienter Übernahmen sind also im Durchschnitt mindestens so groß wie die ohne obligatorische Übernahmeangebote möglichen Verluste aufgrund ineffizienter Übernahmen. Q.E.D.

Die Annahmen dieses Satzes erscheinen zunächst insofern gerechtfertigt, als kaum anzunehmen ist, bestimmte Personengruppen würden von der Natur systematisch mit besonderen Eigenschaften ausgestattet werden. Trotzdem wäre es problematisch, aufgrund einer solchen rein formalen Aussage zu einem ablehnenden Urteil hinsichtlich der Einführung obligatorischer Übernahmeangebote zu kommen. Dies wird deutlich, wenn man mehrere zeitlich aufeinander folgende Übernahmetransaktionen betrachtet. Ergebnis 3 legt dann eine Interpretation nahe, wonach ohne obligatorische Übernahmeangebote zwar ein Erwerber gewinnen kann, der vor allem hohe Sondervorteile produziert und den Unternehmenswert entsprechend reduziert, daß aber eine solche Fehlentwicklung korrigiert wird, sobald später ein weiterer Erwerber erscheint, der die Unternehmensressourcen wieder einer effizienten Verwendung zuführt. Übersehen dabei wird jedoch, daß im Falle einer Ausplünderung der Zielgesellschaft oder einer Verlagerung von Aktiva in den Herrschaftsbereich des Mehrheitsaktionärs die Verluste der Minderheiten nicht dadurch rückgängig gemacht werden, daß anschließend die noch vorhandenen Unternehmensressourcen nach einem nochmaligen Kontrollwechsel von einem neuen Mehrheitsaktionär optimal eingesetzt werden.

In einer Welt mit obligatorischen Übernahmeangeboten kann dagegen eine auf die Ausbeutung von Minderheiten abzielende und zu entsprechend endgültigen Verlusten führende Strategie deshalb nicht lohnend sein, weil gegebenenfalls alle Aktien im Rahmen des Übernahmeangebotes übernommen werden müssen. Ineffizient hohe Sondervorteile eines Kontrollaktionärs können dann also nicht das Ergebnis von vorangegangenen, über den Kapitalmarkt abgewickelten Kontrolltransaktionen sein. Soweit jedoch derartige Fehlallokationen aus anderen Gründen einmal gegeben sind²⁶⁸, unterbleibt eine mögliche Korrektur durch eine effiziente Übernahme immer dann, wenn die Effizienzgewinne $\Delta(UW+S)$ nicht groß genug ausfallen und Gleichung (4.3-1) daher nicht erfüllt ist.

²⁶⁸ Hohe Sondervorteile eines Kontrollaktionärs können etwa bereits zum Zeitpunkt der Börseneinführung einer Minderheitsbeteiligung gegeben sein, denn faire Emissionsbedingungen erfordern nur, daß der Emissionserlös mit dem tatsächlichen, entsprechend niedrigeren Wert der abgegebenen Minderheitsbeteiligung übereinstimmt. Fraglich kann allerdings sein, ob sich wegen geringerer Emissionserlöse eine Börseneinführung überhaupt noch lohnt, vgl. auch unten Abschnitt 4.3.3.4

Problematisch an einer Ablehnung obligatorische Übernahmeangebote ist, daß es Konsequenzen für die Bereitschaft haben wird, Unternehmensanteile überhaupt erst zu erwerben, wenn die Anleger bei einem späteren Kontrollwechsel Verluste erleiden können. Bevor hierauf näher eingegangen wird, sollen jedoch zunächst die Auswirkungen der bisher ebenfalls vernachlässigten Transaktionskosten untersucht werden.

4.3.3.2 Berücksichtigung von Transaktionskosten

Bei der bisherigen Analyse obligatorischer Übernahmeangebote wurde unterstellt, daß bei einem Kontrollwechsel keine Transaktionskosten anfallen. Auch Informationsprobleme wurden nicht berücksichtigt. Es fragt sich daher, wieso man dann in einer solchen friktionsfreien Welt nicht immer ein first-best Ergebnis erhält. Die Ursache für die betrachteten Effizienzverluste in einem unregulierten Kapitalmarkt ohne obligatorische Übernahmeangebote liegt darin, daß die Minderheiten einen für sie nachteiligen Kontrollwechsel nicht verhindern können und dabei die Verluste der verbleibenden Minderheiten möglicherweise größer ausfallen als die Gewinne des Erwerbers und derjenigen Aktionäre, die ihre Anteile zu hohen Kursen verkauft haben.

Allerdings könnten derartige Effizienzverluste dadurch vermieden werden, daß eine andere Abstimmungsregel festgelegt wird. In einer friktionsfreien Welt ohne Transaktions- und Verhandlungskosten ist die optimale Abstimmungsregel durch Einstimmigkeit gegeben. Weil es bei Einstimmigkeit definitionsgemäß keine Minderheiten gibt, würde sich dann das Problem des Minderheitenschutzes von selbst erledigen²⁶⁹. Da sich außerdem bei jedem effizienten Kontrollwechsel der Verteilungsspielraum erhöht, könnte auch immer eine pareto-superiore Aufteilung der Effizienzgewinne ausgehandelt und einstimmig beschlossen werden, bei der niemand im Vergleich zum bisherigen Zustand schlechter gestellt wird. Alle ineffizienten, den Verteilungsspielraum reduzierenden Kontrollwechsel würde das Einstimmigkeitserfordernis dagegen blockieren. Aufgrund der Coase-Dynamik würde also jeder Kontrollwechsel zu einer immer besseren Verwendung der Unternehmensressourcen führen.

²⁶⁹ Einstimmigkeit bei einem Gesellschafterwechsel zu verlangen, wird in der juristischen Literatur – ohne auf diesen ökonomischen Hintergrund einzugehen - z.B. von Raiser(1992)S.562 als eine mögliche Schutzmaßnahme gegen Überfremdung in einer GmbH vorgeschlagen. Auch Kübler(1994)S.366 verweist.darauf, daß bei der Übertragung des Konzernrechtes auf Personengesellschaften zu berücksichtigen ist, daß bei Personengesellschaften im gesetzlich geregelten Normalfall Einstimmigkeit gilt.

Unter realistischen Bedingungen kommt eine Einstimmigkeitsregel allerdings nicht in Betracht, weil Transaktions- und Verhandlungskosten eben nicht vernachlässigt werden können. Vielmehr werden, um derartige Kosten zu reduzieren, Mehrheitsregeln vereinbart, die einen Kontrollwechsel auch dann ermöglichen, wenn weniger als 100% der Anteilseigner zustimmen. Grundsätzlich ergibt sich die optimale Mehrheitsregel aus einem trade-off zwischen diesen Kostenvorteilen und den Nachteilen, die den überstimmten Minderheiten jetzt möglicherweise entstehen²⁷⁰. Diese Kostenvorteile einer Mehrheitsregel bleiben nun auch dann bestehen, wenn der Minderheitenschutz stattdessen durch obligatorische Übernahmeangebote gewährleistet wird, da dadurch keine weiteren, über die geltende Mehrheitsregel hinausgehende Zustimmungserfordernisse oder Blockademöglichkeiten etabliert werden, die zu zusätzlichen Verhandlungskosten bei einem Kontrollwechsel führen. Aufgrund eines für den Erwerber einer Mehrheitsbeteiligung obligatorischen Übernahmeangebotes wird den Minderheiten vielmehr nur eine Verkaufsoption eingeräumt, die fakultativ wahrgenommen werden kann.

Trotz dieses Optionscharakters können sich jedoch aus der Berücksichtigung von Transaktionskosten für die Effizienz obligatorischer Übernahmeangebote dann relevante Gesichtspunkte ergeben, wenn der Erwerber nicht über genügend eigene finanzielle Mittel verfügt, um die Anteile bezahlen zu können, die ihm aufgrund des Übernahmeangebotes zusätzlich angeboten werden. In einer Welt ohne Transaktionskosten und mit friktionsfrei funktionierenden Kapitalmärkten wäre eine solche Budgetbeschränkung dagegen irrelevant, weil dann immer eine entsprechende Refinanzierung erfolgen könnte, sofern nur die Gleichung (4.3-1) erfüllt ist und es sich deshalb bei der Übernahme um ein grundsätzlich vorteilhaftes Projekt handelt. Der Erwerber müßte dann nur, wenn er die vollständige Übernahme aller Anteile nicht mit eigenen Mitteln bezahlen kann, sich entsprechend höher verschulden oder eine Kapitalerhöhung vornehmen.

Da der Kapitalmarkt in der Realität jedoch nicht völlig friktionsfrei funktioniert, fallen höhere Transaktionskosten an, wenn aufgrund des vorgeschriebenen Übernahmeangebotes eine größere als ursprünglich angestrebte Mehrheit an der Zielgesellschaft erworben werden muß und sich das Refinanzierungsvolumen entsprechend erhöht. Möglicherweise ist es dem Erwerber wegen Kreditrationierung sogar ganz unmöglich, die benötigten Mittel zu beschaffen. Wenn Kreditrationierung oder zusätzlich anfallende Transaktionskosten dazu führen, daß ein Kon-

²⁷⁰ Vgl. die auf Buchanan/Tullock(1962)S.63ff. verweisenden Ausführungen in Abschnitt 4.1.3.

trollwechsel nicht zustande kommt, obwohl die durch Gleichung (1) gegebene Bedingung erfüllt ist, dann verschärft sich entsprechend die Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote. Lohnt sich dagegen der Kontrollwechsel auch weiterhin, dann fällt der durch den Kontrollwechsel entstehende Gewinn wegen der anfallenden Transaktionskosten entsprechend geringer aus.

Wie diese Konsequenzen kostenintensiver Refinanzierungsbeziehungen zu bewerten sind, hängt insbesondere davon ab, welche Budgetbeschränkung im konkreten Fall vorliegt. Möglicherweise handelt es sich beim Erwerber um eine große Publikumsaktiengesellschaft, die in der Vergangenheit, statt Gewinne an die Anleger auszuschütten, erhebliche Rücklagen gebildet hat und deshalb die Übernahme aus eigener Kraft finanzieren kann. Hier zeigt sich übrigens der paradoxe Zusammenhang, daß die Verfügungsgewalt über umfangreiche finanzielle Mittel zwar einerseits Unternehmensübernahmen erleichtern und damit auch die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle einschließlich der damit verbundenen disziplinierenden Wirkungen verbessern kann, andererseits aber auch mit der Gefahr verbunden ist, daß ineffizientes Empire Building betrieben wird²⁷¹. Dieses Spannungsverhältnis entsteht, weil in einer Welt, in der sich bestimmte Individuen auf die Durchführung von Investitionsprojekten spezialisieren, die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt durch die Konzentration des Unternehmenseigentums in den Händen eines Erwerbers vielfach, nämlich wenn die Übernahme durch fremdes Geld finanziert wird, nicht überwunden, sondern nur auf eine höhere Ebene verlagert wird.

4.3.3.3 Alternative Abwicklungsformen von Unternehmensübernahmen

Auch dann, wenn die Budgetbeschränkung zum Tragen kommt, gibt es jedoch Möglichkeiten, daß Refinanzierungsvolumen und die damit verbundenen Kosten zu reduzieren. Eine erste Möglichkeit besteht darin, die Übernahme nicht in bar, sondern mit Aktien zu bezahlen. In der Regel werden dazu im Rahmen einer Kapitalerhöhung die Anteile an der Zielgesellschaft als Sacheinlage in die übernehmende Gesellschaft eingebracht. Statt die für die Übernahme benötigte Liquidität durch zusätzliche Kreditaufnahme oder eine Kapitalerhöhung von Dritten

²⁷¹ Ein Empire Building betreibendes Unternehmen wird dabei wegen seiner Größe kaum selber das Ziel einer feindlichen Übernahme werden.

zu beschaffen und anschließend als Kaufpreis an die bisherigen Anteilseigner der Zielgesellschaft auszubezahlen, wird den bisherigen Anteilseignern der Zielgesellschaft angeboten, ihre Anteile gegen die im Rahmen der Kapitalerhöhung neu auszugebenden Aktien der übernehmenden Gesellschaft zu tauschen, wobei aus Gründen der Gleichbehandlung allen Anteilseignern dasselbe Tauschverhältnis anzubieten ist. Diese Abwicklungsform ist also im Unterschied zu einer sonst notwendigen Refinanzierung dadurch gekennzeichnet, daß die bei der übernehmenden Gesellschaft neu hinzutretenden Kapitalgeber mit den bei der Zielgesellschaft ausscheidenden Anteilseignern identisch sind.

Einer solchen Transaktion liegt implizit ein bestimmter Preis P für die Zielgesellschaft zugrunde, der anhand des Tauschverhältnisses und des Wertes der übernehmenden Gesellschaft bestimmt werden kann. Der Wert der übernehmenden Gesellschaft im Anschluß an die Übernahme ist, wenn man davon ausgeht, daß dann 100% der Anteile an der Zielgesellschaft gehalten werden²⁷², gleich der Summe aus UW' und dem hier mit Y bezeichneten Wert der sonstigen Vermögensgegenstände. Werden für jede Aktie der Zielgesellschaft t neu auszugebende Aktien der übernehmenden Gesellschaft angeboten und ist m die Anzahl der alten Aktien der übernehmenden Gesellschaft sowie n die Anzahl der Aktien der Zielgesellschaft, dann ist der gesuchte, dem Übernahmeangebot zugrunde liegende Preis P der Zielgesellschaft durch $P = (tn/(m+tn)) (UW'+Y)$ gegeben. Ein erfolgreiches Übernahmeangebot muß ein so gutes Tauschverhältnis t beinhalten, daß mit den sich aus dem Beweis von Ergebnis 1 in Abschnitt 4.3.3.1 ergebenden Schranken $P_{\max} > P > P_{\min}$ gilt. Diese Bedingung kann jedenfalls dann immer erfüllt werden, wenn das sonstige Vermögen Y der übernehmenden Gesellschaft ausreichend groß ist²⁷³.

²⁷² Dies kann damit begründet werden, daß sich bei homogenen Erwartungen alle Anleger gleich verhalten werden. Das Übernahmeangebot wird dann also entweder von keinem oder von allen Anlegern angenommen. Bei abweichenden Annahmen müßte UW' dagegen einfach noch mit einer entsprechend niedrigeren Beteiligungsquote an der Zielgesellschaft multipliziert werden.

²⁷³ Möglicherweise soll vermieden werden, daß für den abzugebenden Kapitalanteil $tn/(m+tn) > 0,5$ gilt, weil sonst die Kontrolle über die übernehmende Gesellschaft verloren gehen würde. Handelt es sich bei der übernehmenden Gesellschaft um ein kleineres Unternehmen und ist deshalb der Wert Y der sonstigen Vermögensgegenstände nicht groß genug, um diese Bedingung zu erfüllen, dann kann die Übernahme nicht als reiner Aktientausch abgewickelt werden. Ein Teil des Kaufpreises muß dann in bar entrichtet werden und die dazu benötigte Liquidität durch eine entsprechende Refinanzierung beschafft werden. Wird dazu das Eigenkapital erhöht, dann kann, wenn die jungen Aktien nicht alle von den bisherigen Anteilseignern übernommen werden können, wieder die Gefahr bestehen, daß die Kontrollposition verloren geht. Möglicherweise können aber Vorzugsaktien ohne Stimmrecht ausgegeben werden. Ansonsten muß die Refinanzierung dann durch zusätzliche Kreditaufnahme erfolgen.

Eine weitere Möglichkeit, durch die der Kapitaleinsatz bei Unternehmensübernahmen reduziert werden kann, liegt vor, wenn auch Teilangebote zulässig sind, die sich nur auf einen Teil der noch ausstehenden Aktien beziehen. Ein Kontrollwechsel kann dann auch dadurch zustande kommen, daß der Erwerber ein gegenüber allen Anteilseignern gleichermaßen gültiges Angebot macht, einen bestimmten, für eine Kontrollposition ausreichenden Prozentsatz der ausstehenden Aktien zu einem festgelegten Kurs zu erwerben. Wird das Angebot überzeichnet, dann ist, um auch hier Gleichbehandlung zu gewährleisten, gemäß der pro-rata-Regel jedem Aktionär ein proportional gleicher Anteil der angebotenen Aktien wieder zurückzuziehen.

Ob sich für die Anleger die Annahme eines solchen Teilangebotes lohnt, hängt außer vom gebotenen Übernahmekurs davon ab, welcher Bruchteil q der eingereichten Aktien vom Erwerber auch übernommen wird. Zunächst errechnet sich aus dem gebotenen Übernahmekurs durch Multiplikation mit der Anzahl der umlaufenden Aktien ein gewisser, hier mit Π bezeichneter Unternehmenswert. Der tatsächliche Wert des Teilangebotes entspricht, wenn jeweils ein Bruchteil q bzw. $1-q$ der eingereichten Aktien übernommen bzw. zurückgereicht wird, einem impliziten Unternehmenspreis $P = q\Pi + (1-q)UW'$, da sich der Wert der zurückgereichten Aktien aus dem Wert UW' der Zielgesellschaft nach erfolgter Übernahme ableitet. Damit das Teilangebot erfolgreich ist, ist Π so zu wählen, daß P wieder zwischen P_{\min} und P_{\max} liegt²⁷⁴.

In einer Welt ohne Transaktionskosten würde also das Ergebnis 1 in Abschnitt 4.3.3.1 als Voraussetzung für einen erfolgreichen Kontrollwechsel uneingeschränkt gültig bleiben, wenn Unternehmensübernahmen auch als Aktientausch abgewickelt werden können oder auch Teilangebot auf pro-rata Basis zulässig sind und dabei jeweils ebenfalls Gleichbehandlung gewährleistet ist²⁷⁵. Bei positiven Transaktionskosten sind diese Abwicklungsformen dagegen

²⁷⁴ Klar ist, daß die Bedingung $P > P_{\min}$ durch ausreichend großes Π immer erfüllt werden kann. Die Bedingung $P < P_{\max}$ ist dagegen bei hinreichend kleinem Π und für q nahe an 1 erfüllt. Damit q nahe an 1 liegt, muß das Teilangebot einem Vollübernahmegebot für alle noch ausstehenden Aktien hinreichend angenähert werden: Denn wenn die Gruppe der Anteilseigner nicht durch Inhomogenitäten gekennzeichnet ist, dann wird ein attraktives Übernahmeangebot einheitlich von allen Anteilseignern angenommen. Die Quote q der später tatsächlich übernommenen Aktien stimmt dann mit demjenigen Kapitalanteil überein, auf den sich das Teilangebot bezieht.

²⁷⁵ Für Teilangebote auf pro-rata Basis wird dies auch von Bebchuk(1993)S.16f.gezeigt.

mit dem Vorteil verbunden, daß dadurch das Refinanzierungsvolumen sinkt und deshalb geringere Transaktionskosten anfallen. Anzumerken ist jedoch, daß mit der Notwendigkeit, die für die Übernahme benötigte Liquidität am Kapitalmarkt zu beschaffen, zumindest teilweise auch die Kontrollfunktion des Kapitalmarktes außer Kraft gesetzt wird und von Seiten der Anteilseigner der Neigung des Managements zum Empire Building dann weniger effektiv entgegengewirkt werden kann.

4.3.3.4 Rückwirkungen auf Gründungs- und Emissionsentscheidungen

Bei den bisherigen Überlegungen wurden die distributiven Wirkungen obligatorischer Übernahmeangebote nicht berücksichtigt. Nicht betrachtet wurde also, welche Anteile an möglichen Effizienzgewinnen im Zusammenhang mit einer Unternehmensübernahme sich die bisherigen Anteilseigner bzw. der Erwerber jeweils sichern können. Die Verteilung der Effizienzgewinne hat jedoch Rückwirkungen auf den Marktwert der Unternehmung und damit indirekt auch auf die Vorteilhaftigkeit von Gründungs- und Emissionsentscheidungen. Möglicherweise wurde daher ein wichtiger Aspekt des Minderheitenschutzes vernachlässigt.

Welche Aufteilung der Effizienzgewinne zwischen den bisherigen Anteilseigner und dem Erwerber sich jeweils im konkreten Fall tatsächlich ergibt, ist letztlich von der jeweiligen Machtverteilung abhängig. Streben z.B. mehrere gegeneinander konkurrierende Käufer eine Kontrollposition an, dann wird der erfolgreiche Erwerber mindestens einen Kurs bieten müssen, der über dem Angebot des Erwerbers mit der zweithöchsten Zahlungsbereitschaft liegt. Auch eine bei niedrigen Schwellenwerten einsetzende Pflicht zur Veröffentlichung von Beteiligungsbesitz kann frühzeitig auf die Aktivitäten eines Erwerbers aufmerksam machen und zu Kurssteigerungen führen. Für den Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung muß dann ein entsprechend höherer Preis bezahlt werden.

Die Nichtberücksichtigung solcher Verteilungseffekte wäre nur dann unproblematisch, wenn der Erwerber entweder keinen oder nur einen vernachlässigbar kleinen Gewinn erzielen kann. In diesem Fall kann es zwar zu Reichtumseffekten kommen, wenn einige Anteilseigner ihre Aktien mit Gewinn verkaufen konnten, während der Wert der von den übrigen Anteilseignern gehaltenen Aktien nach der Übernahme möglicherweise sinkt. Dabei handelt es sich jedoch lediglich um Umverteilungen innerhalb der Gruppe der bisherigen Anteilseigner. Aus ex ante Sicht, solange noch hinter einem „Schleier der Ungewißheit“ verborgen ist, welche Anteils-

eigner bei einer späteren Übernahme zu den Gewinnern und welche zu den Verlierern gehören werden, würde dann diejenige Regel bevorzugt werden, die den zu erwartenden Wert von $UW+S$ maximiert. Es konnte aber gezeigt werden, daß ohne obligatorische Übernahmeangebote zwar ineffiziente Übernahmen mit $\Delta(UW+S) < 0$ möglich sind, daß jedoch mit gleicher Wahrscheinlichkeit eine Übernahme mit einer Wertsteigerung in mindestens der gleichen Höhe eintritt, die durch obligatorische Übernahmeangebote blockiert werden würde²⁷⁶. In einem solchen Szenario, bei dem aus dem Erwerb einer Mehrheitsposition keine Vorteile erzielt werden können und alle Gewinne und Verluste ausschließlich den bisherigen Anteilseignern zugerechnet werden, lägen obligatorische Übernahmeangebote also nicht im Interesse der Anteilseigner.

Geht man jedoch davon aus, daß der Erwerber einer Mehrheitsposition einen signifikanten Gewinn erzielen kann, dann wird ein mehr oder weniger großer Teil der Effizienzgewinne vom Erwerber vereinnahmt und geht nicht mehr in die Zielfunktion der Anteilseigner ein. Wird z.B. den Anteilseignern beim Verkauf ihrer Anteile lediglich der bisherige Unternehmenswert UW_0 vergütet und nur einem eventuell bereits vorhandenen Kontrollaktionär ein Paketzuschlag als Entschädigung für dessen Sondervorteile gezahlt, an dem die übrigen Aktionäre, wenn ein Übernahmeangebot nicht obligatorisch ist, nicht beteiligt werden, dann kann der Erwerber sogar den gesamten Surplus für sich vereinnahmen. Zugleich können denjenigen Aktionären, die ihre Anteile nicht rechtzeitig verkaufen konnten, Verluste aufgrund eines im Anschluß an den Kontrollwechsel sinkenden Unternehmenswertes entstehen. In diesem Fall wären also Unternehmensübernahmen für die bisherigen Anteilseigner nie mit Gewinnen, möglicherweise aber mit Verlusten verbunden.

Ein unzureichender Minderheitenschutz wird jedoch, wenn mögliche Ausbeutungsrisiken von den Anlegern antizipiert werden, entsprechend geringere Marktwerte der Unternehmen zur Folge haben. Sowohl bei der erstmaligen Börseneinführung als auch bei späteren Kapitalerhöhungen können die Unternehmensanteile dann nur noch zu niedrigeren Kursen emittiert werden, wobei ein solcher Bewertungsabschlag dann nicht auf die Erwartung niedrigerer Projekterträge, sondern auf die Gefahr einer späteren, für die bisherigen Aktionäre mit Nachteilen verbundenen Unternehmensübernahme zurückzuführen ist. Problematisch dabei ist, daß die sich hieraus ergebenden entsprechend höheren Kapitalkosten dazu führen können, daß sich die Durchführung auch solcher Projekte, welche die Renditeerwartungen der Anleger

²⁷⁶ Vgl. Ergebnis 3 und den zugehörigen Beweis in Abschnitt 4.3.3.1.

grundsätzlich erfüllen, nicht mehr lohnt oder das solche Projekte zumindest nicht über die Börse finanziert werden können²⁷⁷.

Entgangene Gewinne, weil Projekte mit positiven Kapitalwert nicht realisiert werden, wurden bei der bisherigen Analyse aber nicht berücksichtigt. Bisher wurden nur die Effizienzgewinne- bzw. verluste betrachtet, die bei einem Kontrollwechsel solcher Unternehmen, die bereits an der Börse notieren, aufgrund des dadurch bedingten anderen Einsatzes der Unternehmensressourcen entstehen. Möglicherweise werden jedoch insbesondere kleinere und junge Unternehmen, bei denen eine größere Wahrscheinlichkeit für eine spätere Übernahme besteht, gar nicht erst an der Börsen eingeführt, wenn von den Anlegern damit verbundene Ausbeutungsrisiken antizipiert werden und nur entsprechend geringere Emissionserlöse erzielt werden können. Wenger/Hecker/Knoesel(1997)S.137ff. sehen in diesem Zusammenhang eine Ursache dafür, daß Deutschland im Verhältnis zu anderen Ländern eine vergleichsweise niedrige Börsenkaptalisierung aufweist²⁷⁸.

Gegen diesen Zusammenhang läßt sich auch nicht einwenden, daß dann, wenn die übernehmende Gesellschaft etwa durch Vermögensverlagerungen den Wert der Zielgesellschaft zu ihren Gunsten reduziert, den Verlusten der Anteilseigner der Zielgesellschaft eine entsprechende Wertsteigerung der übernehmenden Gesellschaft in genau derselben Höhe gegenüber stehen muß, so daß sich in einem ausreichend diversifizierten Portfolio die Vermögenseffekte gegenseitig genau ausgleichen. Voraussetzung ist zunächst, daß eine Übernahme nicht zu Effizienzverlusten etwa aufgrund eines Conglomerate discount führt. Aber auch dann, wenn die Übernahme ungerechtfertigte Gehaltssteigerungen des Managements zur Folge hat, das Management den Konsum von Perquisites nach der Übernahme erhöht oder wenn Vermögen in ein nicht börsennotiertes Unternehmen verlagert wird, würden sich selbst in einem ausreichend diversifizierten Portfolio Verluste ergeben. Vor allem aber würde sich unabhängig von solchen Einwänden nichts daran ändern, daß antizipierte Ausbeutungsrisiken den Marktwert solcher Unternehmen, bei denen die Wahrscheinlichkeit einer späteren Übernahme relativ hoch ist, reduzieren. Letztlich geht eine solche Argumentation wieder davon aus, daß die An-

²⁷⁷ Bei dem hier geschilderten Zusammenbruch des Aktienmarktes besteht eine gewisse Analogie zu den von Akerlof(1970) herausgestellten Gesetzmäßigkeiten.

²⁷⁸ Wie Wenger/Hecker/Knoesel(1997)S.96f. außerdem bemerken, werden in der Literatur derartige ex ante-Effekte regelmäßig vernachlässigt wird. So findet sich z.B. in der Arbeit von Bebchuk(1994) hierzu nur eine äußerst knappe Andeutung in der abschließenden Fußnote 21. Das der Zeitschriftenveröffentlichung vorausgehende Discussion Paper enthielt eine solche Andeutung noch nicht; vgl. Bebchuk(1993).

zahl der über den Kapitalmarkt finanzierten Projekte fest vorgegeben ist, und vernachlässigt die Rückwirkungen auf die Gründungs- und Emissionsentscheidungen.

4.3.3.5 Ergebnis

Eine formale Analyse der Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote ergab zunächst folgendes Ergebnis: Danach sind zwar ohne eine solche Regulierung des Kapitalmarktes ineffiziente Übernahmen möglich, die auf individuelle Sondervorteile und eine Benachteiligung der Minderheiten abzielen. Einer ineffizienten Übernahme kann aber jeweils eine komplementäre, die entsprechenden Verluste genau ausgleichende Konstellation gegenübergestellt werden, bei der obligatorische Übernahmeangebote eine effiziente Übernahme blockieren würden. Voraussetzung ist, daß weder der Erwerber noch die amtierende Kontrollgruppe hinsichtlich der Produktion sowohl eines möglichst hohen Unternehmenswertes als auch von Sondervorteilen über einen systematischen Vorteil verfügt. Die Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote verschärft sich noch, wenn man außerdem berücksichtigt, daß bei der Finanzierung des Kaufpreises für die deshalb zusätzlich zu erwerbenden Anteile an der Zielgesellschaft höhere Transaktionskosten anfallen können. Allerdings lassen sich diese Kosten reduzieren, wenn statt einem Vollübernahmeangebot auch Teilangebote zulässig sind oder wenn die Übernahme statt in bar auch mit Aktien bezahlt werden kann.

Die abgeleiteten Ergebnisse ermöglichen nebenbei bemerkt auch eine grobe quantitative Abschätzung der Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote. Geht man davon aus, daß der bisherige Kontrollaktionär mit mindestens 50% am Unternehmen beteiligt ist, dann folgt aus Gleichung (1) wegen $c_0 > 0,5$ und $c_{\text{Streu}} < 0,5$, daß bei allen Übernahmen, die blockiert werden, $\Delta(UW+S) < S_0$ gilt. Es werden also nur solche Übernahmen blockiert, bei denen die möglichen Effizienzgewinne die Höhe der vom bisherigen Kontrollaktionär erzielten Sondervorteile nicht übersteigen; gegebenenfalls müssen die zusätzlich entstehenden Transaktionskosten ebenfalls durch Effizienzgewinne überkompensiert werden. Hieraus folgt: Je stärker die Höhe der Sondervorteile einzelner Anteilseigner durch geeignete rechtliche Rahmenbedingungen eingeschränkt wird, desto weniger fällt die Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote ins Gewicht.

Problematisch an einer solchen rein formalen Analyse ist jedoch, daß sie die Anzahl der an der Börse notierten Unternehmen als gegeben unterstellt und die Rückwirkungen auf die Gründungs- und Emissionsentscheidungen vernachlässigt. Wenn die Anleger dagegen in einer Welt ohne obligatorische Übernahmeangebote befürchten müssen, daß spätere Unternehmensübernahmen wegen eines unzureichenden Minderheitenschutzes mit Ausbeutungsrisiken verbunden sind, dann wird der Markt diese Risiken durch entsprechend niedrigere Aktienkurse antizipieren. Möglicherweise ist ein solcher Bewertungsabschlag so groß, daß sich die Börseneinführung eines Unternehmens oder eine spätere Kapitalerhöhung nicht mehr lohnt, obwohl sich für die Projekte, die mit dem dadurch beschafften Kapital finanziert werden sollen, ein positiver Kapitalwert ergibt.

Wie erwähnt ist es insgesamt zweifelhaft, ob durch das Konzernrecht ein effizienter Minderheitenschutz gegeben ist²⁷⁹. Eine auf Ausbeutung von Minderheiten abzielende Strategie kann aber jedenfalls dann nicht lohnend sein, wenn Übernahmeangebote mit Gleichbehandlungspflicht obligatorisch sind. Der Erwerber muß vielmehr damit rechnen, daß er alle Anteile der Zielgesellschaft übernehmen muß und ihm in der Folge nicht nur die Sondervorteile, sondern auch ein möglicherweise sinkender Unternehmenswert in voller Höhe zugerechnet wird. Als schließlich Alleineigentümer hat der Erwerber aber ein Eigeninteresse daran, die Unternehmensressourcen einer möglichst effizienten Verwendung zuzuführen. Aus Gleichung (1) folgt unmittelbar, daß eine ineffiziente Übernahme dann ausgeschlossen ist. Grundsätzlich muß die Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote daher abgewogen werden gegen die sonst möglichen Ausbeutungsrisiken und die entsprechenden negativen Rückwirkungen auf die Bereitschaft, Unternehmensanteile überhaupt erst zu erwerben. Ein für die Anleger attraktiver Kapitalmarkt setzt einen wirksamen Minderheitenschutz voraus.

²⁷⁹ Vgl. Abschnitt 4.3.2.3. Kübler/Schmidt(1988)S.91 formulieren dazu: „Aus dem unzureichenden Minderheitenschutz des Konzernrechtes erwachsen Konzentrationsmotive, auch wenn es keine Effizienzvorteile der Konzentration gibt“. Vgl. ebenso auch Kirchner(1985)S.232. Ein unzureichender Minderheitenschutz würde auch einen gesamtwirtschaftlich ineffizienten Ressourcenaufwand für die Suche nach möglichen „Opfern“ induzieren.

4.4 Konzernunternehmensverfassung

Mit der Bildung eines Konzerns kommt es zu einer Transformation der durch das Gesellschaftsrecht vorgegebenen Unternehmensverfassung, die Konsequenzen sowohl für die Organzuständigkeiten als auch für die rechtlichen Mindestanforderungen an die Binnenorganisation des Unternehmens hat. Diese Transformation wirkt sich auch auf die Gewinnverteilungskompetenzen sowie die Arbeitnehmermitbestimmung aus. Im folgenden wird dazu ein kurzer Überblick gegeben.

4.4.1 Organzuständigkeiten im Konzern

Die Organzuständigkeiten in einer konzernunabhängigen Gesellschaft sind im wesentlichen dadurch gekennzeichnet, daß die Anteilseigner in der Haupt- bzw. Gesellschafterversammlung nur über fundamentale Grundsatzfragen entscheiden und die eigentliche Geschäftsführung an bestimmte Personen - Vorstand bzw. Geschäftsführung - delegiert wird. Es wird also darauf verzichtet, für jede der mit hoher Frequenz anfallenden operativen Einzelentscheidungen einen Beschluß der Gesellschafter herbeizuführen. Durch die Ausdifferenzierung der Entscheidungsträgerfunktion lassen sich nicht nur Entscheidungskosten reduzieren, sondern außerdem Spezialisierungsvorteile und Lerneffekte ausnutzen. Andererseits entsteht der Geschäftsführung dadurch zwangsläufig ein diskretionärer Handlungsspielraum, der aber durch bestimmte in die Entscheidungskompetenz der Anteilseignern fallende Rahmenbedingungen eingeschränkt wird. Diese mit niedriger Frequenz anfallenden, eher strategisch bedeutsamen Grundsatzentscheidungen betreffen u.a. den durch die Satzung festgelegten Gegenstand des Unternehmens, die Eigenkapitalausstattung (Gewinnverwendung, Kapitalerhöhungen bzw. –herabsetzungen) und die zentralen Personalentscheidungen²⁸⁰.

Die Konzernbildung führt nun zu einer Transformation dieses durch eine solche Zuweisung von Organkompetenzen beschriebenen, mehr oder weniger austarierten gesellschaftsrechtlichen Systems der „check and balances“. Zunächst wird wegen der Untergliederung der Konzernunternehmung in mehrere rechtlich selbständige Teileinheiten das Gesellschaftsrecht zum Binnenorganisationsrecht, aus dem sich gewisse zwingende Mindestanforderungen an den inneren Aufbau der Unternehmung ergeben. Wenn es sich bei den Teileinheiten um Aktiengesellschaften handelt, dann müssen z.B. jeweils sowohl die Vorstands- als auch die Aufsichts-

²⁸⁰ Vgl. für diese Kompetenzzuordnung insbesondere §119(1) AktG, §46 GmbHG.

ratspositionen in der vorgeschriebenen Mindestgröße besetzt werden. Weitere organisatorische Gestaltungsvorschriften ergeben sich aus dem Mitbestimmungsrecht, dem nicht nur der Gesamtkonzern, sondern auch jede Teilgesellschaft für sich unterliegt.

In einem Konzern ist problematisch, inwieweit sich die einschlägigen Informationsrechte der Anteilseigner auch auf die Tochtergesellschaften beziehen. Gemäß § 131(1) S.2 AktG umfaßt das Auskunftsrecht der Aktionäre in der Hauptversammlung auch die rechtlichen und geschäftlichen Beziehungen zu verbundenen Unternehmen, wobei sich dieses Auskunftsrecht nach herrschender Meinung dabei auch auf die internen Angelegenheiten der Töchter bezieht²⁸¹. Wird der Konzernabschluß vorgelegt, dann muß wegen § 337(4) AktG über die Lage der darin einbezogenen Unternehmen Auskunft gegeben werden. Eine Segmentberichterstattung im Konzernanhang ist außerdem durch § 297(1) HGB vorgeschrieben.

Darüber hinaus werden aufgrund der Konzernbildung die Außenbeziehungen zu den Anteilseignern bei den Tochtergesellschaften durch ein konzerninternes, hierarchisches Unterordnungsverhältnis ersetzt. Wichtige, sonst den Anteilseignern zustehende Grundsatzentscheidungen können damit in die formale Kompetenz der Unternehmensleitung fallen, weil das Stimmrecht auf den Haupt- bzw. Gesellschafterversammlungen der Tochtergesellschaften von den als gesetzliche Vertreter handelnden Vorständen bzw. der Geschäftsführung der Obergesellschaft ausgeübt wird. Die Anteilseigner der Obergesellschaft, also die eigentlichen Kapitalgeber, können dabei das Abstimmungsverhalten allenfalls indirekt über Personalentscheidungen beeinflussen. Besonders deutlich werden die hiermit verbundenen Probleme, wenn das gesamte operative Geschäft auf eine Tochtergesellschaft ausgegliedert wurde und die Anleger daher nur an einer bis auf das entsprechende Beteiligungsvermögen substanzlosen Holding beteiligt sind. Der Holdingvorstand könnte in diesem Fall ohne Zustimmung der Anleger und unter Umgehung einer bei der Holding eventuell vorhandenen Sperrminorität z.B. Dritte im Rahmen einer Kapitalerhöhung an der Tochter beteiligen oder eine Änderung des in der Satzung der Tochtergesellschaft festgelegten Unternehmensgegenstandes beschließen²⁸².

²⁸¹ Umstritten ist jedoch der genaue Umfang des Auskunftsrechtes, also ob sich das Auskunftsrecht auf alle Angelegenheiten der Tochter oder nur auf solche Angelegenheiten bezieht, die mehr oder weniger erhebliche Auswirkungen auf die Obergesellschaft haben, vgl. Vossel(1993)S.34f. Gegenstand der Rechtsprechung war dazu insbesondere die Frage, ob sich dieses Auskunftsrecht auch auf das Vorhandensein und die Höhe von Beteiligungen, die von den Töchtern gehalten werden, erstreckt (sogenannte „Wenger-Entscheidungen“), vgl. Vossel(1993)S.3.

²⁸² Vgl. dazu auch Abschnitt 4.2.2.

Solche mittelbaren Beteiligungsbeziehungen sind also mit der Gefahr verbunden, daß Mitsprache- und Kontrollrechte der Anteilseigner verwässert oder gar vollständig ausgehebelt werden. Deshalb sind auch im herrschenden Unternehmen bestimmte Maßnahmen des Anlegerschutzes erforderlich, die den bereits ausführlich behandelten Minderheitenschutz im abhängigen Unternehmen ergänzen. Damit ist einer Mediatisierung von Verfügungsrechten zu begegnen, zu der es bezüglich solcher Vermögensbestandteile kommt, die nicht unmittelbares Eigentum der Obergesellschaft sind, sondern sich im Besitz der Tochtergesellschaften befinden. Die entsprechenden Schutzvorschriften sollten insbesondere bei jedem Vorgang eingreifen, der mit einer Transformation von unmittelbarem Unternehmensvermögen in eine gesellschaftsrechtliche Beteiligung verbunden ist²⁸³. Derartige Vorgänge können z.B. die Vermögensübertragung auf eine neugegründete Tochtergesellschaft, eine Kapitalerhöhung gegen Einlagen oder auch die Verwendung von Barvermögen für den Kauf eines Tochterunternehmens betreffen.

Die juristische Literatur stellt dazu zunächst fest, daß es sich bei diesen Vorgängen um etwas anderes handelt als um den Betrieb eines Unternehmens und sie daher nicht ohne weiteres zum Gegenstand des Unternehmens gehören. Es werden daher besondere Satzungsermächtigungen für erforderlich gehalten²⁸⁴. Fraglich ist, inwieweit über solche Satzungsbestimmungen hinaus auch jeweils der konkrete Vorgang einer Genehmigung der Anteilseigner bedarf. Vom Gesetzgeber wurde diese Problematik bei der Einfügung konzernrechtlicher Vorschriften im Rahmen der Aktienrechtsreform von 1965 nicht gesehen. Die Rechtswissenschaft hat deshalb ausgehend vom berühmten Holz Müller-Urteil des BGH²⁸⁵ Grundsätze sogenannter ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen entwickelt, welche die Vorschriften des Aktiengesetzes ergänzen und nach denen bei Strukturentscheidungen von herausragender Bedeutung eine Mitwirkung der Hauptversammlung erforderlich ist²⁸⁶.

Bei der Ausgliederung eines wesentlichen Unternehmensteils auf eine Tochtergesellschaft, beim Erwerb bzw. Verkauf von Beteiligungsgesellschaften oder bei einer von der Tochter durchgeführten Kapitalerhöhung gegen Einlagen kann daher die explizite Zustimmung der Hauptversammlung der Obergesellschaft erforderlich sein. Gewisse Bagatellentscheidungen

²⁸³ Vgl. Hirte(1986)S.177f., Mülbart(1994)S.370ff.

²⁸⁴ Vgl. Emmerich/Sonnenschein(1997)S.86ff., Raiser(1992)S.568f.

²⁸⁵ Zum Holz Müller-Urteil vgl. BGHZ 83,122ff.

²⁸⁶ Vgl. ausführlich Koppensteiner(1987), Vorbemerkung zu § 291, Rand-Nr. 36ff. mit weiteren Nachweisen. In einigen Fällen ergibt sich ein entsprechendes Zustimmungserfordernis auch aus dem Gesetz, so bei der Vermögensübertragung aus §179a AktG und bei der Ausgliederung durch Neugründung aus §123(3)2, 125 iVm 15(1) UmwG.

wie z.B. Sitzverlegung der Tochter, Änderung der Firma oder Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln, bei denen der Tochter kein Kapital von außen zugeführt wird, werden dagegen nicht zu den Strukturentscheidungen mit herausragender Bedeutung gezählt. Anzumerken ist, daß diese Regelungen mitunter sogar zu einer Erweiterung von Aktionärsrechten im Vergleich zu einer rechtlich ungegliederten Unternehmung führen: Z.B. hat der BGH im Holz-müller-Urteil angenommen, daß die Anteilseigner der Obergesellschaft einer Kapitalerhöhung in einer durch Ausgliederung entstandenen Tochtergesellschaft selbst dann zustimmen müssen, wenn die Obergesellschaft alle jungen Aktien übernimmt²⁸⁷. Die Anteilseigner können nach dieser allerdings umstrittenen Ansicht²⁸⁸ also auch über die interne Zuordnung der finanziellen Mittel auf die verschiedenen Unternehmensbereiche entscheiden, ein Recht, daß bei einer rechtlich ungegliederten Einheitsunternehmung nicht gegeben wäre²⁸⁹. Dieses Mitbestimmungsrecht bei der konzerninternen Kapitalallokation gilt allerdings nur insoweit, als den Töchtern die Mittel als Eigenkapital und nicht in Form von Darlehen zur Verfügung gestellt werden.

4.4.2 Gewinnverwendungskompetenzen im Konzern

Ein spezielles Beispiel für die Transformierung von Grundlagenkompetenzen durch die Konzernbildung sind die Kompetenzen zur Gewinnverwendung. In einer selbständigen, konzernunabhängigen Aktiengesellschaft wird durch § 58(2) AktG für den Regelfall, daß der Jahresabschluß von der Verwaltung festgestellt wird, bestimmt, daß die Verwaltung von sich aus maximal die Hälfte des Jahresüberschusses in die Rücklagen einstellen kann. Die Hauptversammlung entscheidet gemäß § 58(3) AktG darüber, welcher Anteil des Restbetrages ausgeschüttet bzw. ebenfalls thesauriert werden soll. Fallen die Gewinne dagegen in den Töchtern an, dann werden Gewinnverwendungskompetenzen in noch größerem Umfang von den Anteilseignern auf die Verwaltung verlagert.

²⁸⁷ Vgl. BGHZ 83, S.122ff., insbesondere S.141ff.

²⁸⁸ Vgl. Baums/Vogel(1998)S.265f., Koppensteiner(1987), Vorbemerkung zu § 291, Rand-Nr. 44. Allerdings hat auch der BGH offengelassen, ob die Hauptversammlung einer Kapitalerhöhung in der Tochter auch dann zustimmen muß, wenn sie bereits der vorangegangenen Ausgliederung zugestimmt hat.

²⁸⁹ Vgl. dazu Mülbart(1994)S.402.

Die Verwaltung kann zunächst auf allen Ebenen vom Recht des § 58(2) AktG Gebrauch machen und die Hälfte derjenigen Gewinne, die von den Töchtern an die jeweilige Mutter ausgeschüttet werden, wiederum in die Rücklagen einstellen. Bei n Beteiligungsstufen wird dann also nur ein durch $1/2^n$ gegebener Bruchteil der Gewinne an die Anteilseigner ausgeschüttet. Darüber hinaus werden die Stimmrechte auf den Hauptversammlungen der Beteiligungsgesellschaften vom Vorstand der jeweiligen Muttergesellschaft ausgeübt, so daß mit Hilfe der gegebenen Hauptversammlungsmehrheit sogar eine 100%-ige Thesaurierung aller dort anfallenden Gewinne beschlossen werden kann²⁹⁰. Sowohl die Anteilseigner der Konzernspitze als auch eventuell an den Töchtern beteiligte Minderheiten können dann nicht mehr über die Verwendung der Gewinne mitentscheiden. In der Rechtswissenschaft besteht aber weitgehend Einigkeit darüber, daß eine mißbräuchliche Umgehung des § 58 AktG im Konzern nicht zulässig ist²⁹¹. Umstritten ist nur der Weg dorthin, also ob z.B. die bei der Tochter gebildeten Rücklagen auf die Gewinne der Obergesellschaft anzurechnen sind oder ob die Gewinnverwendungskompetenzen der Konzernleitung auf die Hälfte des in allen Konzerngesellschaften zusammen erwirtschafteten Gewinne zu beschränken ist²⁹².

Auf die eigentliche bilanztheoretische Ursache dieses von Schneider(1984)S.501f. als Tresoreffekt bezeichneten Zusammenhanges wurde bereits hingewiesen²⁹³: Das hier betrachtete Problem entsteht letztlich deshalb, weil es nicht zulässig ist, Zuschreibungen auf den Beteiligungswert vorzunehmen, wenn Gewinne in den Tochtergesellschaften thesauriert werden. Würde aber durch eine solche Zuschreibung berücksichtigt werden, daß das Eigenkapital der Tochter entsprechend angestiegen ist, dann würde in der Bilanz der Mutter genau in Höhe der bei der Tochter gebildeten Gewinnrücklagen zusätzlicher ausschüttungsfähiger Gewinn entstehen. Thesaurierungen in den Tochtergesellschaften wären dann ebenso erfolgswirksam wie tatsächliche Gewinnausschüttungen an die Mutter. Dadurch, daß solche Zuschreibungen nicht möglich sind, kommt es zur Bildung stiller Reserven, die den Gewinnverteilungskompetenzen von vornherein entzogen sind.

²⁹⁰ Entsprechendes gilt dann natürlich auch im GmbH-Konzern. Weniger virulent ist das Problem, wenn ein Gewinnabführungsvertrag besteht; allerdings muß bei einem Gewinnabführungsvertrag nicht zwangsläufig Vollausschüttung gegeben sein, vgl. Schildbach(1993)S.56.

²⁹¹ Vgl. etwa Raiser(1992)S.579f., Theisen(1991)S.343ff.

²⁹² Der Vorschlag, dazu auf den Konzernabschluß als Ausschüttungsbemessungsgrundlage zurückzugreifen, wird insbesondere wegen der dabei gegeben zahlreichen Bewertungswahlrechte kritisch beurteilt. Vgl. etwa Schildbach(1993), der dabei zwischen Vertragskonzernen und faktischen Konzernen differenziert.

²⁹³ Vgl. Abschnitt 3.3.4.3.

Eine empirische Untersuchung darüber, inwieweit dieser Zusammenhang in der Praxis tatsächlich dazu führt, daß durch Konzernbildung Gewinnverwendungskompetenzen von der Hauptversammlung auf die Verwaltung verlagert werden, wurde von Pellens(1996) für die Jahre 1988 bis 1993 durchgeführt²⁹⁴. Die Untersuchung ergab, daß im Durchschnitt zwar etwas über 50% des in der Konzernbilanz ausgewiesenen Ergebnisses ausgeschüttet wird²⁹⁵, doch würde „die Novellierung des § 58(2) AktG dahingehend, daß das im Konzern erwirtschaftete Ergebnis auch Grundlage für die Gewinnausschüttung des Mutterunternehmens bildet, für einige Unternehmen zu signifikant höheren Ausschüttungen führen“²⁹⁶.

Die sich im Konzernzusammenhang noch verschärfende Problematik der Gewinnverwendungskompetenzen betrifft insbesondere im Fall einer Publikumsaktiengesellschaft einen zentralen Interessenkonflikt zwischen Anteilseignern und Management. Das Management ist vermutlich eher an Prestige, Macht und Sicherheit interessiert, also an weniger an der Rendite des investierten Kapitals ausgerichteten Zielen, die sich insbesondere durch mit einbehaltenen Gewinnen finanziertes Größenwachstum und Empire Building erreichen lassen. Die Kapitalgeber haben dagegen ein Interesse daran, daß die diesbezüglichen Handlungsfreiräume des Managements möglichst eingeschränkt werden. Die Verfügungsmöglichkeiten des Managements über den „Free Cash Flow“²⁹⁷ könnten z.B. dadurch eingeschränkt werden, daß Eigenkapital durch Fremdkapital substituiert wird, weil Fremdkapital mit festen, gegebenenfalls rechtlich einklagbaren Zahlungsverpflichtungen an die Kapitalgeber verbunden ist²⁹⁸. Allerdings erhöht mehr Fremdkapitalfinanzierung auch das Insolvenzrisiko, was dann problematisch ist, wenn Insolvenz zur Zerschlagung des Unternehmens führt und dabei möglicherweise auch Konkurskosten anfallen, während der Unternehmenswert bei Fortführung höher wäre.

²⁹⁴ Vgl. auch Linnhoff/Pellens(1987).

²⁹⁵ Bezogen auf die Konzern- bzw. Einzelbilanz betragen die Ausschüttungsquoten jeweils 53,23 bzw. 67,71%, vgl. Pellens(1996)S.171.

²⁹⁶ Pellens(1996)S.173.

²⁹⁷ Damit sind hier die den Gewinnverteilungskompetenzen unterliegenden Zahlungsüberschüsse gemeint.

²⁹⁸ Vgl. zur Free Cash Flow Theorie Jensen(1986). Zur modelltheoretischen Umsetzung der Free Cash Flow Theorie vgl. etwa Hart(1995)S.140f.

Jeder Versuch, das Problem dadurch zu lösen, daß feste Zahlungsverpflichtungen an die Kapitalgeber bestimmt werden, muß berücksichtigen, daß die später entstehenden Zahlungsüberschüsse ex ante unbestimmt sind. Wenn man z.B. gewinnunabhängige Mindestausschüttungen²⁹⁹ befürwortet, dann müßte ein Verfahren festgelegt werden, wie über die Verwendung der möglicherweise verbleibenden Überschußbeträge entschieden wird. Bei einer vom jeweils entstehenden Gewinn abhängigen Regelung kann dagegen entweder Vollausschüttung aller ausgewiesenen Gewinne verlangt³⁰⁰ oder – weniger weitgehend – jedem Anteilseigner das Recht zugebilligt werden, die volle Ausschüttung des auf seine Anteile entfallenden Gewinnes zu verlangen³⁰¹. Eine vom Gewinn abhängige Regelung greift allerdings dann nicht, wenn das Management durch die Ausübung von Bewertungswahlrechten verhindern kann, daß Gewinne offen ausgewiesen werden und verhindert auch nicht die Reinvestition solcher Investitionsrückflüsse, die mit Abschreibungen verrechnet werden. Zudem können bei obligatorischer Vollausschüttung vermeidbare Kosten des Schütt aus, Hol zurück Verfahrens entstehen, wenn im Fall eines profitablen Unternehmens die Gewinnthesaurierung auch im Interesse der Anteilseigner liegt.

Werden dagegen nicht bereits ex ante eindeutige Regeln für die späteren Zahlungen an die Anteilseigner vereinbart, dann müssen die verbleibenden Lücken durch bestimmte ex post anzuwendende Entscheidungsverfahren geschlossen werden. Allgemein geht es dabei darum, daß die Anteilseigner nicht nur angemessene Dividendenzahlungen, sondern darüber hinaus gegebenenfalls auch die Rückzahlung des in die Gesellschaft investierten Kapitals durchsetzen können. Gesucht sind Verfahren, die „eine allgemeine Unzufriedenheit der Aktionäre mit der Geschäftspolitik des Managements in einen kollektiven Kapitalentzug transformieren, ohne daß die Aktionäre ihr Handeln koordinieren müssen“³⁰². Wenger(1987)S.223ff. schlägt

²⁹⁹ Derartige Aktienzinsen waren im 19. Jahrhundert bei deutschen Aktiengesellschaften verbreitet, vgl. Wenger(1987)S.221f. mit weiteren Nachweisen.

³⁰⁰ Eine Verpflichtung zur Vollausschüttung wurde etwa von Schmalenbach(1950) und Pütz/Willgerodt(1985) vorgeschlagen.

³⁰¹ Vgl. zu diesem zweiten Vorschlag von Hayek(1960)S.307f.

³⁰² Wenger(1987)S.223. Hervorhebung im Original.

hierzu vor, die Gesellschaft zum Rückkauf eigener Aktien zu verpflichten, wodurch die Anteilseigner unmittelbar über ein individuell ausübbares, zum Kapitalentzug führendes Kündigungsrecht verfügen würden³⁰³. Dieser Vorschlag wurde von Löffler(1991)S.180ff. in modifizierter Form auf als Holdinggesellschaften organisierte Konzerne übertragen, wobei die Rückkaufverpflichtung durch ein Umtauschrecht in eine entsprechende Anzahl von Aktien der Tochtergesellschaften ersetzt wird. Dabei würde die Holding, wenn genügend Anteilseigner von diesem Umtauschrecht Gebrauch machen, schließlich die Mehrheit an den Tochtergesellschaften verlieren. Der Vorteil dieser Form der Konzernzerschlagung liegt darin, daß dabei nur das Management der Holding abgesetzt wird und die in den Tochtergesellschaften gebündelten Projekte nicht liquidiert werden müssen. Außerdem entfällt das Problem, bei einer Rückkaufverpflichtung für eigene Aktien hierfür einen bestimmten Mindestkurs festlegen zu müssen.

4.4.3 Arbeitnehmermitbestimmung im Konzern

Bekanntlich wurde die Arbeitnehmermitbestimmung durch das Mitbestimmungsgesetz im Aufsichtsrat verankert, der sich paritätisch aus Vertretern der Anteilseigner und der Arbeitnehmer zusammensetzt³⁰⁴. In Pattsituationen verfügt der Aufsichtsratsvorsitzende über ein doppeltes Stimmrecht. Da der Aufsichtsratsvorsitzende, wenn er nicht mit einer Mehrheit von zwei Dritteln aller Aufsichtsratsmitglieder gewählt werden kann, in einen zweiten Wahlgang von den Vertretern der Anteilseigner bestellt wird, ergibt sich aber letztlich ein Übergewicht

³⁰³ Dabei werden für den Fall, daß die Rückkaufverpflichtung nicht erfüllt werden kann, mehrere mögliche Konsequenzen erwähnt: Das Management soll dann entweder Liquidationsmaßnahmen einleiten, zurücktreten, nach einem Käufer Ausschau halten oder wichtige Kompetenzen an externe Berater oder Aufsichtsinstanzen abgeben.

³⁰⁴ Zum hier nicht weiter thematisierten Aspekt der Effizienz der Arbeitnehmermitbestimmung vgl. Wenger(1986), Monissen/Wenger(1986). Die Kritik an der gesetzlichen Regelung stellt insbesondere darauf ab, daß durch einen solchen Oktroi den Arbeitnehmern die Wahlmöglichkeiten zwischen höheren Löhnen und Mitbestimmungsrechten genommen werden. Durch Mitbestimmungsrechte können sich die Arbeitnehmer Quasi-Renten sichern, was in der Praxis regelmäßig zu mit dem Dienstalter steigenden Gehältern führt, d.h. relativ zum Wertgrenzprodukt werden jüngere Arbeitnehmer unterbezahlt und ältere Arbeitnehmer überbezahlt. Aus diesem zeitlichen Aufschub von Entlohnungskomponenten resultiert aber eine ökonomisch ineffiziente Belastung mit an das Arbeitsverhältnis gekoppelten nichtsystematischen Risiken. Wegen des zwingenden Charakters des Mitbestimmungsgesetzes, das allenfalls dadurch umgangen werden kann, daß statt einer Kapitalgesellschaft eine Personengesellschaft als Rechtsform gewählt wird, läßt sich auch nicht einwenden, daß mitunter auch arbeitsgeleitete Unternehmen - Beispiele sind etwa Unternehmensberatungen, Architekturbüros oder Rechtsanwaltspraxen - auf freiwilliger Basis entstehen. Bei diesen Beispielen liegt typischerweise ein hoher Input an Humankapital vorliegt, so daß ein Interesse daran besteht, durch Mitbestimmungsrechte das Humankapital vor Entwertungsrisiken zu schützen.

zugunsten der Kapitaleseite³⁰⁵. Allerdings sind Kampfabstimmungen erforderlich, um Kapitalgeberinteressen gegen den Widerstand der Arbeitnehmer durchzusetzen.

Im folgenden soll, ohne daß eine ausführliche Darstellung der Konzernmitbestimmung gegeben wird³⁰⁶, lediglich kurz skizziert werden, daß auch die Mitbestimmung von der mit der Konzernbildung verbundenen Transformation der Unternehmensverfassung betroffen ist. Die mit der Mitbestimmung verfolgten Ziele werden nicht erreicht, wenn ein Unternehmen nicht durch die eigenen Organe, sondern von außen gesteuert wird. Dies wird durch das Mitbestimmungsgesetz zunächst dadurch berücksichtigt, daß die Arbeitnehmer der abhängigen Gesellschaften gemäß § 5(1) MitbestG ebenfalls als Arbeitnehmer des herrschenden Unternehmens gelten und daher nicht nur bei der Wahl der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat der eigenen Gesellschaft, sondern auch bei der Wahl der Vertreter im Aufsichtsrat der Konzernspitze wahlberechtigt sind. Im mehrstufigen Konzern werden die Arbeitnehmer nur der Konzernspitze und nicht etwa noch zusätzlich den Zwischengesellschaften zugerechnet. Arbeitnehmer ausländischer Tochtergesellschaften sind grundsätzlich nicht wahlberechtigt. Hat dagegen die Konzernspitze ihren Sitz im Ausland, dann ist die Mitbestimmung nur auf die deutschen Tochtergesellschaften anzuwenden. Gemäß § 5(3) MitbestG gilt dann dasjenige der Konzernleitung am nächsten stehende inländische Unternehmen, auf das die Mitbestimmungsgesetzgebung angewendet werden kann, als herrschendes Unternehmen.

Die Verankerung der Arbeitnehmermitbestimmung im ursprünglich als Vertretungsorgan der Anteilseigner gedachten Aufsichtsrat führt nun bei der Konzernbildung dazu, daß es zu einer Überparität zugunsten der Arbeitnehmer kommen kann, wenn diese im Aufsichtsrat eines Tochterunternehmens indirekt über den Aufsichtsrat der Muttergesellschaft zusätzlich zu den von ihnen bestellten Mitgliedern auch auf die Kapitaleseite Einfluß ausüben können. Für den Fall der Ausübung von Beteiligungsrechten, die der Mutter gegenüber den Tochtergesellschaften zustehen, wird daher durch § 32 MitbestG die Arbeitnehmermitbestimmung ausgeschlossen. Beteiligungsrechte werden nach dieser Vorschrift durch Mehrheitsbeschluß aus-

³⁰⁵ Vgl. §§ 27, 29 MitbestG. Bei Anwendung der Montanmitbestimmung gilt dagegen, daß der paritätisch besetzte Aufsichtsrat durch ein neutrales, auf gemeinsamen Vorschlag beider Seiten hin zu bestellendes Mitglied ergänzt wird, vgl. §§ 4, 8 Montan-MitbestG. Kommt aber keine Einigung zustande, dann wird das weitere Aufsichtsratsmitglied von den Anteilseignern gewählt, vgl. § 8(3)S.7 Montan-MitbestG.

³⁰⁶ Ausführlich zur Arbeitnehmermitbestimmung im Konzern vgl. z.B. Emmerich/Sonnenschein(1997)S.66ff., Theisen(1991)S.261ff. Die nachfolgenden Ausführungen betreffen außerdem nur die für Finanzierungsverträge relevante unternehmerische, nicht aber die im Betriebsverfassungsgesetz geregelte betriebliche Mitbestimmung, die in die Gestaltung der Arbeitsverträge eingreift.

schließlich der Vertreter der Anteilseigner im Aufsichtsrat ausgeübt, wobei die entsprechenden Beschlüsse für Vorstand bzw. Geschäftsführung verbindlich sind.

5. Teil

Unternehmensbesteuerung und Konzernbildung

5.1 Finanzierungsentscheidungen und Unternehmensbesteuerung

Aus der Berücksichtigung von Steuern ergibt sich zunächst eine Neuformulierung der Teilungsregeln, da dann der Staat gewissermaßen als stiller³⁰⁷ Gesellschafter ebenfalls an den Projektrückflüssen beteiligt ist. Bei als vorgegeben unterstellten Investitionsprojekten ist dann aus Sicht der Anteilseigner diejenige Finanzierungspolitik optimal, welche die Zahlungen an den Fiskus minimiert. Probleme im Konzernzusammenhang sind insbesondere die Vermeidung einer Doppelbesteuerung etwa durch bestimmte Schachtelprivilegien, die Zulässigkeit einer gesellschaftsübergreifenden konzernweiten Verlustverrechnung sowie im internationalen Konzern auf Gewinnverlagerungen in Niedrigsteuerrländer beruhende Steuervermeidungsstrategien.

5.1.1 Grundprobleme der Unternehmensbesteuerung

Die Berücksichtigung von Steuern kann auch bei einem ansonsten vollkommenen Kapitalmarkt dazu führen, daß das Irrelevanztheorem von Modigliani/Miller seine Gültigkeit verliert, nämlich dann, wenn die Höhe der Steuerzahlungen durch die Gestaltung der Kapitalstruktur beeinflußt werden kann. Wird z.B. die Eigenkapitalfinanzierung steuerlich benachteiligt, etwa weil Gewinne sowohl auf Unternehmensebene als auch beim Anteilseigner besteuert werden, dann wäre eine Randlösung mit maximaler Fremdkapitalfinanzierung optimal. Ein inneres Optimum kann sich jedoch wegen der bei zunehmender Fremdkapitalfinanzierung stärker ins Gewicht fallenden Konkurskosten³⁰⁸ oder aufgrund der Agency Costs der Fremdkapitalfinanzierung ergeben, also dem Anreiz, die Risikostruktur der Assets zu Lasten der Gläubiger zu erhöhen³⁰⁹.

³⁰⁷ Es handelt sich um eine „stille“ Beteiligung, da Mitspracherechte zumindest in marktwirtschaftlichen Ordnungssystemen vom Staat nicht in Anspruch genommen werden.

³⁰⁸ Zur Berücksichtigung von Konkurskosten vgl. etwa Franke/Hax(1994)S.334ff., Kruschwitz(1991)S.179f. Bei zunehmender Fremdkapitalfinanzierung ist ein größerer Abschlag für die dann mit größerer Wahrscheinlichkeit anfallenden Konkurskosten vorzunehmen.

³⁰⁹ Vgl. zu diesem Agency-Problem Abschnitt 3.3.1.

In Deutschland wird jedoch eine solche steuerliche Diskriminierung der Eigenkapitalfinanzierung durch das Anrechnungsverfahren nach § 27ff. KStG vermieden³¹⁰: Danach wird die vom Unternehmen gezahlte, auf die ausgeschütteten Gewinne entfallende Körperschaftsteuer auf die Einkommensteuerschuld des Anteilseigners angerechnet bzw. gegebenenfalls erstattet³¹¹. Allerdings gilt dies nicht für ausländische Anteilseigner und für nach § 5 KStG von der Körperschaftsteuer befreite inländische Anteilseigner³¹². Zu berücksichtigen sind außerdem unterschiedliche Steuersätze für ausgeschüttete bzw. thesaurierte Gewinne. Wenn der Tarif für thesaurierte Gewinne den individuellen Steuersatz, zu dem die Anteilseigner erhaltene Dividenden versteuern müssen, unterschreitet (bei einer Überschreitung würde sich das Schütt aus, hol zurück Verfahren lohnen), dann ist damit sogar eine Privilegierung der Selbstfinanzierung als einer bestimmten Form der Eigenkapitalfinanzierung verbunden³¹³. Problematisch dabei ist, daß damit der Ausschaltung der Kapitalmarktkontrolle Vorschub geleistet wird: Es ist mit steuerlichen Nachteilen verbunden, wenn Gewinne an die Anteilseigner ausgeschüttet und von diesen selbst in die jeweils profitabelsten Anlagemöglichkeiten reinvestiert werden.

Darüber hinaus sind Kursgewinne von im Privatvermögen gehaltenen Aktienbeständen bei nicht wesentlicher Beteiligung³¹⁴ nach Ablauf der Spekulationsfrist³¹⁵ steuerfrei. Dadurch wird eine Doppelbesteuerung vermieden, soweit die Wertsteigerung auf der Thesaurierung von bereits mit Körperschaftsteuer belasteten Gewinnen beruht. Möglicherweise wird jedoch von einem Käufer, der die Anteile anschließend im gewerblichen Vermögen hält, auch das auf die einbehaltenen Gewinne entfallende Anrechnungsguthaben vergütet, weil der Käufer eine Ausschüttungsbesteuerung dann durch die Verrechnung mit einer ausschüttungsbedingten Teilwertabschreibung vermeiden kann. Eine ausschüttungsbedingte Teilwertabschreibung wird jedoch gemäß § 50c(11) EStG nur anerkannt, wenn die Veräußerung beim Verkäufer steuerpflichtig war.

³¹⁰ Dem kann aber eine Begünstigung der Fremdkapitalfinanzierung aufgrund des Freibetrages bei der Zinsbesteuerung sowie der vermutlich leichteren Hinterziehungsmöglichkeiten gegenübergestellt werden.

³¹¹ Da sich in anderen Ländern Körperschaftsteuern vielfach gar nicht oder nur teilweise anrechnen lassen, kann die im internationalen Vergleich geringe Börsenkapitalisierung in Deutschland daher kaum auf steuerliche Nachteile der Eigenkapitalfinanzierung zurückgeführt werden.

³¹² Beispiele für den letzteren Fall sind etwa die Pensions- und Unterstützungskassen.

³¹³ Solange das Kapital im Unternehmen verbleibt, ergibt sich eine entsprechend höhere Rendite nach Steuern, wobei die von der Gesellschaft gezahlten Körperschaftsteuern bei einer späteren Ausschüttung außerdem auf die Steuerschuld der Anteilseigner angerechnet wird.

³¹⁴ Die Grenze hierfür liegt zur Zeit bei 25%, vgl. § 17 EStG.

³¹⁵ Derzeit beträgt die Spekulationsfrist 6 Monate, vgl. § 23(1) Nr. 1b EStG.

Eine systematische, die Eigenkapitalfinanzierung diskriminierende Verletzung der Finanzierungsneutralität ist bei der Gewerbesteuer gegeben, da gemäß § 8 Nr. 1 GewStG bei der Berechnung des Gewerbeertrages nur die Hälfte der Dauerschuldzinsen hinzugerechnet werden. Zinszahlungen unterliegen daher nur zu 50% der Gewerbeertragsteuer, so daß durch die Substitution von Eigen- durch Fremdkapital Gewerbesteuer reduziert werden kann. Auch mit der zur Zeit nicht mehr erhobenen Vermögensteuer war eine Benachteiligung der Eigenkapitalfinanzierung verbunden, da das Eigenkapital sowohl auf Gesellschafts- als auch auf Anteilseignerebene, das Fremdkapital dagegen nur beim Gläubiger mit Vermögensteuer belastet wurde.

5.1.2 Konsequenzen der Konzernbildung für die Besteuerung

5.1.2.1 Nationale Konzerne

Die Gliederung einer Unternehmung in mehrere rechtlich selbständige Gesellschaften führt zunächst dazu, daß sich die Anzahl der jeweils für sich bestimmten Steuerpflichten unterliegenden Einheiten und damit möglicherweise auch die Steuerlast insgesamt erhöht. Tatsächlich wird eine Mehrfachbesteuerung jedoch durch das Anrechnungsverfahren sowie durch bestimmte Schachtelprivilegien weitgehend vermieden. Die im Rahmen der Organschaft gegebene sofortige konzernweite Verlustverrechnungsmöglichkeit führt umgekehrt sogar zu einer steuerrechtlichen Privilegierung der Konzernbildung.

Unterstellt man zunächst, daß keine Organschaft vorliegt, dann wird durch das normale Anrechnungsverfahren eine Doppelbelastung ausgeschütteter Gewinne mit Körperschaftsteuer sowohl bei der ausschüttenden als auch bei der empfangenden Gesellschaft vermieden. § 38 KStG verhindert außerdem, daß bei Verschmelzungen Anrechnungsguthaben verlorengelht. Bei der Gewerbesteuer kommt dagegen ein Schachtelprivileg zur Anwendung: Beträgt der Anteil an einer anderen Kapitalgesellschaft mindestens 10%, dann unterliegen Beteiligungserträge gemäß § 9 Nr. 2a GewStG nicht der Gewerbeertragsteuer. Hinsichtlich der Vermögensteuer ergibt sich ein entsprechendes Schachtelprivileg aus § 102 BewG.

Als einheitliches Steuersubjekt wird der Konzern dagegen behandelt, wenn die Voraussetzungen einer Organschaft gemäß § 14ff. KStG erfüllt sind. Das Einkommen der Organgesellschaften wird dann dem Organträger zugerechnet. Voraussetzung ist außer einem auf mindestens 5 Jahre abgeschlossenen Gewinnabführungsvertrag die wirtschaftliche und organisatori-

sche Eingliederung der Organgesellschaften, die insbesondere dann als gegeben unterstellt wird, wenn ein Beherrschungsvertrag vorliegt. Die Organschaft überträgt sich auch auf die Gewerbesteuer, da die Organgesellschaften wegen § 2(2)S.2 GewStG ungeachtet der rechtlichen Selbständigkeit dann als Betriebsstätten des herrschenden Unternehmens gelten³¹⁶.

Die über das herkömmliche Anrechnungsverfahren hinausgehende Konsequenz der Organschaft besteht darin, daß wegen der Behandlung des Konzerns als einheitliches Steuersubjekt die Verluste bestimmter Konzerngesellschaften unter Durchbrechung der rechtlichen Selbständigkeit periodengleich mit den Gewinnen anderer Konzerngesellschaften verrechnet werden können. Soweit für die Verluste ansonsten kein Rücktrag möglich wäre, reduzieren sich damit unmittelbar die in einer bestimmten Periode zu leistenden Steuerzahlungen. Die Ersparnis beschränkt sich allerdings unter der Voraussetzung, daß die mit Verlust arbeitenden Konzerngesellschaften später wieder Gewinne produzieren, lediglich auf einen Zinsvorteil: Der ohne Organschaft zu bildende Verlustvortrag wird dann mit einer gewissen Verzögerung mit den späteren Gewinnen verrechnet. Eine genaue Analyse der Anreiz- und Verteilungseffekte einer sofortigen konzernweiten Verlustverrechnung erfolgt unten in Abschnitt 5.2.3.

Zu beachten ist hierbei, daß Verluste einer Tochtergesellschaft in der Steuerbilanz der Mutter auch dadurch berücksichtigt werden können, daß eine Abschreibung auf den Beteiligungsbuchwert vorgenommen wird. Soweit eine solche Abschreibung die in der vergangenen Periode entstandenen Verluste widerspiegeln würde³¹⁷, wäre sie mit den gleichen Vorteilen verbunden wie eine gesellschaftsübergreifende Verlustverrechnung im Rahmen der Organschaft. Zu einer Doppelberücksichtigung würde es dagegen dann kommen, wenn der Muttergesellschaft sowohl die Verluste einer Tochter zugerechnet werden und außerdem auch noch eine Abschreibung auf den Beteiligungsbuchwert erfolgt³¹⁸. Innerhalb einer Organschaft sind des-

³¹⁶ Wie aus dem Gesetz im einzelnen hervorgeht, sind die Voraussetzungen der gewerbesteuerrechtlichen Organschaft etwas schwächer, insbesondere muß der Gewinnabführungsvertrag nicht für mindestens 5 Jahre abgeschlossen werden.

³¹⁷ Nach der tatsächlichen Rechtslage müßte dazu eine voraussichtlich dauerhaften Wertminderung vorliegen, vgl. § 253(2)S.3 HGB.

³¹⁸ Ein solches Problem einer Doppelberücksichtigung von Verlusten aufgrund von gleichzeitigen Abschreibungen auf den Beteiligungsbuchwert entsteht aber auch dann, wenn keine Organschaft vorliegt. Die Verluste der Tochter werden dann zwar nicht auch noch direkt mit den Gewinnen der Mutter verrechnet, stattdessen wird aber bei der Tochter zugleich ein die zukünftige Steuerbelastung reduzierender Verlustvortrag gebildet. Falls jedoch bei der Tochter später wieder Gewinne entstehen und die Teilwertabschreibung dann in der Steuerbilanz durch eine Zuschreibung entsprechend § 280 HGB korrigiert wird, dann ergibt sich aus einer solchen Zuschreibung eine höhere Steuerbelastung der Muttergesellschaft, die die Steuerersparnis der früheren Teilwertabschreibung bis auf einen Zinsvorteil wieder ausgleicht. Dieser Zinsvorteil entspricht jedoch, falls keine Organschaft besteht, genau dem Nachteil, der dadurch entsteht, daß der von der Tochter gebildete Verlustvortrag nicht aufgezinst wird.

halb derartige Abschreibungen auf den Beteiligungswert ausgeschlossen³¹⁹. Dies kann damit begründet werden, daß innerhalb eines Vertragskonzerns, wie er bei der Organschaft voraussetzungsgemäß vorliegt, jeder bei der Tochter entstehende Jahresfehlbetrag gemäß § 302 AktG von der Mutter ausgeglichen werden muß und Verluste daher nicht zu Wertminderungen der Beteiligung führen können.

Vororganschaftliche Verluste können wegen § 15 Nr. 1 KStG nicht innerhalb der Organschaft steuermindernd geltend gemacht werden. Hier bleibt nur der Weg über eine Verschmelzung. Nach früherer Rechtslage mußte dabei jene Gesellschaft als aufnehmende Gesellschaft fungieren, welche die Verluste vortrug, weil davon ausgegangen wurde, daß mit der rechtlichen Identität auch der Verlustvortrag untergeht. Nach dem Umwandlungssteuergesetz von 1995 ist nun aber auch ein häufig wesentlich einfacher zu realisierender „up stream merger“ einer verlustbringenden Tochter auf eine Gewinne produzierende Obergesellschaft möglich. Allerdings verlangt § 12(3)S.2 UmwStG, daß die übertragende Gesellschaft ihren Geschäftsbetrieb noch mindestens 5 Jahre fortführt; ein reiner Mantelkauf soll also nicht möglich sein.

Steuerliche Gesichtspunkte sind schließlich auch bei Umstrukturierungen innerhalb des Konzerns sowie beim Kauf und Verkauf von Unternehmen zu berücksichtigen. Im Inland ermöglicht das Umwandlungssteuergesetz insbesondere Verschmelzungen und Aufspaltungen von Kapitalgesellschaften, ohne daß dabei stille Reserven steuerwirksam aufgelöst werden müssen. Beim Verkauf von Kapitalanteilen müssen dagegen die Veräußerungsgewinne versteuert werden, was die Konservierung bestehender Beteiligungsverhältnisse zur Folge haben kann. Ein weiteres Problem beim Unternehmensverkauf besteht darin, daß der Käufer keine Abschreibungen auf die Anschaffungskosten vornehmen kann, da Beteiligungen zu den nicht absetzbaren Wirtschaftsgütern gehören. Werden aber statt der Kapitalanteile (share deal) direkt die einzelnen Aktiva (asset deal) erworben, dann können die durch den Veräußerungsvorgang aufgedeckten stillen Reserven in den Folgeperioden wieder durch Abschreibungen

³¹⁹ Vgl. BFH-Urteil vom 17.9.1969, abgedruckt in BFHE, Band 97, S.163.

reduziert werden³²⁰. Von der Praxis wurden daher verschiedene Modelle entwickelt, durch die die Anschaffungskosten in Abschreibungsvolumen transformiert werden können³²¹.

5.1.2.2 Internationale Konzerne

Eine deutsche Kapitalgesellschaft ist grundsätzlich ebenso wie eine natürliche Personen mit ihrem Welteinkommen im Inland unbeschränkt steuerpflichtig. Liegt kein Doppelbesteuerungsabkommen vor, dann werden bei der Berechnung des Welteinkommens Gewinne oder Verluste unselbständiger ausländischer Betriebsstätten unmittelbar berücksichtigt, wobei die im Ausland bezahlte Steuer gemäß § 26(1) KStG auf die inländische Steuerschuld angerechnet wird. Im Unterschied zu einer Betriebsstätte ist eine rechtlich selbständige Tochtergesellschaften dagegen zunächst nur im Ausland steuerpflichtig. Werden jedoch Gewinne ins Inland ausgeschüttet, dann erfolgt gemäß § 26(2) KStG ebenfalls eine Anrechnung der ausländischen Steuer, wenn ein mindestens 10%-iger Kapitalanteil an der ausländischen Tochter vorliegt³²². Im Gegensatz zu einer Betriebsstätte können jedoch Verluste ausländischer Tochtergesellschaften bei der Berechnung der inländischen Steuerschuld nicht geltend gemacht werden. Bei der Gewerbesteuer bleiben ausländische Betriebsstätten und Tochtergesellschaften, an denen ein Kapitalanteil von mindestens 10% besteht, unberücksichtigt³²³.

In vielen Fällen wird jedoch ein Doppelbesteuerungsabkommen mit dem Staat vorliegen, in dem die Tochtergesellschaften ihren Sitz hat, wobei üblicherweise eine Freistellung ausländischer Beteiligungserträge von der inländischen Besteuerung vereinbart wird³²⁴. Im Unter-

³²⁰ Für den Verkäufer wird jedoch ein share deal häufig einfacher und steuergünstiger sein. Hält er die Kapitalanteile im Privatvermögen, dann ist der Veräußerungsgewinn entweder nach Ablauf der Spekulationsfrist steuerfrei oder unterliegt, wenn es sich um eine wesentliche Beteiligung gemäß § 17(1) EStG handelt, dem ermäßigten Steuersatz nach § 34 EStG.

³²¹ Vgl. dazu im einzelnen z.B. Hötzel(1997). Beim Kombinationsmodell kauft der Erwerber oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen den Betrieb aus der Zielgesellschaft heraus (interner asset deal), die anschließend entweder liquidiert wird oder den Erlös in Verbindung mit einer ausschüttungsbedingten Teilwertabschreibung an den Erwerber ausschüttet. Die Anwendbarkeit dieses Modells wird aber dadurch erheblich eingeschränkt, daß ausschüttungsbedingte Teilwertabschreibungen seit 1997 wegen § 50c(11) EStG nur noch anerkannt werden, wenn der Verkauf beim Veräußerer steuerpflichtig war. Wegen § 4(5) UmwStG ergibt sich ein entsprechender Nachteil auch dann, wenn die Zielgesellschaft stattdessen nach dem Erwerb in eine Personengesellschaft umgewandelt wird (Umwandlungsmodell).

³²² Dies wird auch als indirekte Anrechnung bezeichnet, da im Unterschied zum Betriebsstättenfall die Steuern eines anderen Rechtsobjektes angerechnet werden.

³²³ Dies ergibt sich aus § 9 Nr. 3 bzw. 7 GewStG.

³²⁴ Darüber hinaus wird in den Doppelbesteuerungsabkommen die im Sitzstaat zu erhebende Quellensteuer regelmäßig auf maximal 5% festgesetzt. Die vollständige Abschaffung der Quellensteuern innerhalb der EU ist Ziel der in Deutschland durch § 44d EStG umgesetzten Mutter-Tochter-Richtlinie.

schied zur Anrechnung nach § 26 KStG wird damit letztlich nicht das inländische, sondern das häufig niedrigere ausländische Steuerniveau wirksam. § 8b(1) KStG ermöglicht die steuerfreie Durchleitung ausländischer Beteiligungserträge an eine andere inländische Kapitalgesellschaft, nicht jedoch an natürliche Personen. Darüber hinaus werden Gewinne aus der Veräußerung ausländischer Tochtergesellschaften gemäß § 8b(2) KStG von der Besteuerung ausgenommen, und zwar unabhängig davon, ob ursächlich für die Veräußerungsgewinne in der Vergangenheit erfolgte Gewinnthesaurierungen sind. Veräußerungsverluste und Teilwertabschreibungen bleiben bei der Gewinnermittlung dagegen nur unter der Voraussetzung unberücksichtigt, daß sie auf vorangegangene Gewinnausschüttungen zurückzuführen sind³²⁵.

Bei der Bildung internationaler Konzerne ist schließlich zu beachten, daß eine grenzüberschreitende Verschmelzung einer deutschen und einer ausländischen Gesellschaft nicht steuerneutral möglich ist, da das Umwandlungsrecht nur auf inländische Gesellschaften angewendet werden kann. Hier wäre nur ein mit der steuerwirksamen Auflösung stiller Reserven verbundener asset deal möglich. Um dies zu vermeiden, soll z.B. die amerikanische Chrysler-Gesellschaft beim Zusammenschluß mit dem Daimler-Benz Konzern als rechtlich selbständige Tochtergesellschaft bestehen bleiben. Multinationale Konzerne behelfen sich hier mitunter mit einer Doppelspitze, so ist beim Unilever Konzern durch einen Gleichordnungsvertrag zwischen der niederländischen und der britischen Konzernspitze eine auf Personalunion beruhende einheitliche Geschäftsführung sowie übereinstimmende Dividendenzahlungen gewährleistet³²⁶.

Die unterschiedliche Steuerbelastung in- und ausländischer Tochtergesellschaften kann Anlaß für Gewinnverlagerungen sein. So können z.B. bei einem konzerninternen Darlehen die Zinsen als Aufwand den zu versteuernden Gewinn einer inländischen Konzerngesellschaft mindern³²⁷ und zugleich bei der empfangenden ausländischen Gesellschaft nur einer geringeren Steuerbelastung unterliegen. § 8a KStG schränkt die steuerlich anzuerkennende Gesellschafter-Fremdfinanzierung daher in bestimmter Weise ein. Häufiger Gegenstand von Auseinandersetzungen mit den Steuerbehörden sind Verrechnungspreise, deren Höhe gegebenenfalls durch das Außensteuergesetz korrigiert wird. Das Außensteuergesetz regelt auch die Hinzuverrechnungsbesteuerung von solchen im Ausland thesaurierten Gewinnen, die aus sogenanntem

³²⁵ Dabei kann es sich entweder um unmittelbare Ausschüttungen ausländischer Töchter (Fall des § 8b(6) KStG) oder um eine Durchleitung steuerbefreiter ausländischer Beteiligungserträge (Fall des § 8b(1)S.3) handeln.

³²⁶ Vgl. Raupach(1998)S.123ff. mit weiteren Beispielen.

³²⁷ Bei der Gewerbesteuer ist zu beachten, daß die Sollzinsen den Gewerbeertrag wegen § 8 Nr. 1 GewStG nur zur Hälfte reduzieren.

passiven Erwerb stammen, wozu etwa Dividenden, Zinsen oder Lizenzgebühren zählen³²⁸. Eine Hinzurechnungsbesteuerung von Zinseinkünften einer ausländischen Gesellschaft aus der darlehensweise Vergabe von Kapital an einen inländischen Betrieb erfolgt gemäß § 8(1) Nr. 7 AStG allerdings dann nicht, wenn das Kapital nachweislich ausschließlich auf ausländischen Kapitalmärkten aufgenommen wurde.

Ohne auf alle Einzelheiten einzugehen, ist grundsätzlich davon auszugehen, daß sich durch derartige Regelungen Gewinnverlagerungen ins Ausland zwar möglicherweise einschränken, jedoch kaum vollständig verhindern lassen. Eine andere Frage ist aber, ob sich im Sinne einer Maximierung des Shareholder Value derartige Gewinnverlagerungen aus der Perspektive der individuellen Anteilseigner überhaupt lohnen, da sich die inländische Körperschaftsteuer wegen des Anrechnungsverfahrens im wesentlichen als Quellensteuer interpretieren läßt, während im Ausland gezahlte Gewinnsteuern von den Anteilseigner nicht auf die individuelle Einkommensteuer angerechnet werden können. Auslandsgewinne werden also ohne Anrechnungsguthaben an die Anteilseigner ausgeschüttet³²⁹. Fraglich ist daher, inwiefern der sich aus der fehlenden Anrechenbarkeit ergebende Nachteil durch einen niedrigeren ausländischen Steuersatz kompensiert werden kann.

Grund dafür, daß eine Gewinnverlagerung ins Ausland auch aus Sicht der Anteilseigner vorteilhaft ist, könnte ein auf der im Ausland höheren Rendite nach Steuern beruhender Zinseszinsseffekt sein. Darüber hinaus können sich die Anleger nur die inländische Körperschaftsteuer, nicht aber die Gewerbesteuer anrechnen lassen. Im folgenden sei dazu eine für alle Sachinvestitionen einheitliche Rendite i vor Steuern sowie eine inländische bzw. ausländische Steuerbelastung von insgesamt s_{inl} bzw. s_{ausl} unterstellt. Nach Steuern ergibt sich dann jeweils eine Nettorendite in Höhe von $i(1 - s_{inl})$ bzw. $i(1 - s_{ausl})$. Wird 1 Geldeinheit im Inland n Jahre lang im Unternehmen angelegt, dann ergibt sich einschließlich Anrechnungsguthaben (bei einem Körperschaftsteuertarif für thesaurierte Gewinne von 45%) folgender bei den Anteilseignern der individuellen Einkommensteuer unterliegender Bruttogewinn:

$$(5.1-1) \quad G_{inl} = \frac{(1 + i(1 - s_{inl}))^n - 1}{1 - 0,45}$$

³²⁸ Der Hinzurechnungsbetrag ist zwar nach § 10(5) AStG steuerfrei, wenn mit dem Sitzstaat der Tochter ein Doppelbesteuerungsabkommen besteht und darin Freistellung vereinbart wurde, dies gilt wegen § 10(6) AStG jedoch nicht für „Zwischeneinkünfte mit Kapitalanlagecharakter“. Darüber hinaus gewähren viele Doppelbesteuerungsabkommen Freistellung nur für Einkünfte aus aktiven Erwerb.

³²⁹ Wie erwähnt ermöglicht § 8b(1) KStG nur die steuerfreie Durchleitung durch andere Gesellschaften.

Werden die zwischenzeitliche Gewinne jedoch im Ausland versteuert³³⁰ und nach ebenfalls n Jahren jetzt jedoch ohne Anrechnungsguthaben an inländische Anteilseigner ausgeschüttet, dann muß folgender Ertrag mit dem individuellen Tarif versteuert werden:

$$(5.1-2) \quad G_{\text{ausl}} = (1 + i(1 - s_{\text{ausl}}))^n - 1$$

Es ist unmittelbar ersichtlich, daß dann, wenn die Steuerbelastung im Inland größer als im Ausland ist ($s_{\text{inl}} > s_{\text{ausl}}$), $G_{\text{ausl}} > G_{\text{inl}}$ für ausreichend großes n gilt. Wie lang der entsprechende Zeitraum mindestens sein muß, hängt von der Differenz zwischen in- und ausländischer Steuerbelastung ab³³¹. Beruht die Gewinnverlagerung auf einem konzerninternen, von einer ausländischen Gesellschaft gewährten Darlehen, dann werden die Sollzinsen gemäß § 8 Nr. 1 GewStG dem Gewerbeertrag zur Hälfte wieder hinzugerechnet, so daß in diesem Fall die entsprechende Gewerbesteuerbelastung bei dem für s_{ausl} anzusetzenden Wert ebenfalls zu berücksichtigen ist.

Derartige Gewinnverlagerungen, die in der Praxis häufig mit Hilfe von ausländischen Finanzierungsgesellschaften³³² erfolgen, beeinflussen das in- und ausländische Sachinvestitionsvolumen zunächst nicht. Es wird gewissermaßen keine ökonomische Aktivität, sondern lediglich der „Standort“ der steuerlichen Bemessungsgrundlagen ins Ausland verlagert³³³. Die Auswirkungen international unterschiedlicher Steuersätze auf das jeweilige Sachinvestitionsvolumen sollen hier nicht näher betrachtet werden³³⁴. Grundsätzlich ist für die Standortwahl eines Investitionsprojektes die sich jeweils ergebende Grenzrendite nach Steuern maßgebend, die außer vom nominalen Steuersatz auch durch die unterschiedlichen steuerlichen Abschreibungsmöglichkeiten – wobei Abschreibungsvergünstigungen ihre Wirkung gerade bei hohen(!) nominalen Steuersätzen entfalten - bestimmt wird³³⁵.

³³⁰ Dies setzt also voraus, daß insbesondere die einschlägigen Bestimmungen des Außensteuergesetzes nicht greifen und somit keine Hinzurechnungsbesteuerung der im Ausland thesaurierten Gewinne erfolgt.

³³¹ Bei der Bestimmung der inländischen Gesamtsteuerbelastung ist die Abzugsfähigkeit der Gewerbesteuer zu berücksichtigen. Geht man von einer Gewerbesteuer in Höhe von 20% aus (Hebesatz 400%), dann ergibt sich die Höhe der Gewerbesteuer aus $x = 0,2(G - x)$, wenn G der periodische Gewinn vor Abzug der Gewerbesteuer ist, und man erhält die bereinigte Bemessungsgrundlage $G - x = G/1,2$. Einschließlich des Solidaritätszuschlages in Höhe von 5,5% ergibt sich eine Gesamtbelastung von $s_{\text{inl}} = (0,45 \cdot 1,055 + 0,2)/1,2 = 56,2\%$.

³³² Beliebte Standorte für solche Finanzierungsgesellschaften sind z.B. Irland oder die Niederlande.

³³³ Vgl. für diese Formulierung Sinn(1997)S.679.

³³⁴ Vgl. dazu Sinn(1987)S.193ff., Wenger(1989)S.231ff.

³³⁵ Es kommt auf die Grenz- und nicht etwa auf eine Durchschnittsbelastung mit Steuern an. Zu fragen ist, wie sich die Steuerbelastung bei einer marginalen Vergrößerung des Kapitalstocks verändert, vgl. Sinn(1997)S.685.

5.2 Investitionsentscheidungen und Konzernbesteuerung

Die wesentliche Besonderheit der Konzernbesteuerung besteht darin, daß bei Vorliegen einer Organschaft die Verluste einer Konzerngesellschaft unmittelbar mit den Gewinnen anderer Gesellschaften verrechnet werden können und daher auf die Bildung eines Verlustvortrages verzichtet werden kann. Im folgenden soll untersucht werden, welche Konsequenzen sich hieraus für Investitionsentscheidungen ergeben. Dazu ist zunächst auf die Entscheidungsneutralität von Steuersystemen einzugehen, um hierauf aufbauend die Unterschiede zwischen rein steuerlichen Verlusten und echten Verlusten im ökonomischen Sinn aufzeigen zu können.

5.2.1 Entscheidungsneutralität von Steuersystemen

5.2.1.1 Überblick

Bei der Besteuerung von Unternehmensgewinnen werden dem Agenten ebenso wie bei der Beteiligungsfinanzierung Erträge nur noch teilweise zugerechnet. Zunächst kann sich daher ganz analog zum herkömmlichen Principal-Agent-Modell für den Agenten hieraus ein Anreiz ergeben, den Arbeitseinsatz zu reduzieren bzw. den privaten Konsum zu Lasten der Ertrags-erwartungen zu erhöhen³³⁶. Das Steuerrecht will dem insbesondere durch das Verbot verdeckter Gewinnausschüttungen entgegenwirken³³⁷. Es soll verhindert werden, daß Aufwendungen für die zahlreichen Möglichkeiten einer "consumption on the job" den Gewinn reduzieren und damit zu Steuereinsparungen führen³³⁸. In der Praxis kann durch die dazu erforderlichen Kontrollmaßnahmen den gegebenen Fehlanreizen aber vermutlich nur teilweise begegnet werden.

Dagegen steht bei der im folgenden betrachteten Entscheidungsneutralität der Besteuerung nicht das Spannungsverhältnis zwischen einer Steigerung des Unternehmenswertes und privaten Nutzenvorteilen im Vordergrund, sondern die Frage, wie sich durch ein geeignetes Steuersystem verzerrende Anreize in einer Mehr-Zeitpunkte-Welt vermeiden lassen, wenn durch Investitionsentscheidungen die Höhe der einzelnen, zu unterschiedlichen Zeitpunkten

³³⁶ Ebenso könnte sich bei einer Substanzsteuer wie bei sonstigen Fixbetragsansprüchen ein Anreiz zur Risikoerhöhung durch Asset Substitution ergeben, insbesondere wenn der Unternehmer nicht privat für die Steuer haftet.

³³⁷ Vgl. § 8(3) KStG.

³³⁸ Die Möglichkeiten zur consumption on the job werden außerdem durch die in § 4(5) EStG aufgelisteten, nicht abzugsfähigen Betriebsausgaben eingeschränkt. Nicht steuerlich anerkannt werden darüber hinaus auch Verluste aus Liebhabereien.

anfallenden Rückflüsse bestimmt werden. Dazu kann zwischen der intersektoralen und der intertemporalen Neutralität der Besteuerung unterschieden werden³³⁹. Die intersektorale Neutralität verlangt, daß die Besteuerung keinen Einfluß auf die Rangfolge der Vorteilhaftigkeit der Investitionsprojekte hat und ist insbesondere bei der Besteuerung des ökonomischen Gewinns erfüllt. Bestehen bleibt dabei jedoch eine intertemporale Verzerrung, da bei der Besteuerung von Kapitalerträgen der Zukunftskonsum relativ zum Sofortkonsum benachteiligt wird.

5.2.1.2 Intersektorale Neutralität von Steuersystemen

Die Bedingung der intersektoralen Neutralität ist erfüllt, wenn der ökonomische Gewinn besteuert wird. Ausgangspunkt ist der wie folgt definierte Ertragswert EW_t eines Investitionsprojektes, der bezogen auf einen bestimmten Zeitpunkt t und bei einem Zins i als Barwert aller zukünftigen Zahlungsrückflüsse Z_t des Projektes gegeben ist:

$$(5.2-1) \quad EW_t = \sum_{k=1}^n \frac{Z_{t+k}}{(1+i)^{t+k}}$$

Der ökonomische Gewinn wird dann durch einen auf diesen Ertragswerten basierenden Vermögensvergleich ermittelt, wobei das Anfangsvermögen durch EW_{t-1} und das Endvermögen einschließlich der in t freigesetzten Zahlung Z_t durch $Z_t + EW_t$ gegeben ist³⁴⁰. Die Differenz zwischen Anfangs- und Endvermögen errechnet sich zu $i \cdot EW_{t-1}$, also den auf das Anfangsvermögen entfallende Zinsertrag. Das Ergebnis läßt sich auch als Ertragswertabschreibung interpretieren³⁴¹: Wird, um den auf die jeweilige Periode entfallenden Gewinn zu ermitteln, von den Zahlungsüberschüssen Z_t Abschreibungsaufwand $d_t = EW_{t-1} - EW_t$ in Höhe der Differenz der jeweiligen Ertragswerte abgesetzt, dann ist dies wegen $Z_t - d_t = i \cdot EW_{t-1}$ zur Besteuerung des ökonomischen Gewinns äquivalent³⁴².

³³⁹ Vgl. Wenger(1988)S.281.

³⁴⁰ Dabei wird unterstellt, daß die freigesetzte Zahlung Z_t jeweils entnommen wird; im Fall einer Reinvestition müßte dagegen der Ertragswert der Ergänzungsinvestition zusätzlich berücksichtigt werden.

³⁴¹ Vgl. etwa Stiglitz(1976)S.303.

³⁴² Wird aufgrund von Abschreibungsvergünstigungen im Vergleich zur Ertragswertabschreibung zu schnell abgeschrieben, dann ergibt sich mit Steuern ein höherer Kapitalwert als ohne Steuern (Steuerparadoxon).

Das zentrale Ergebnis besteht dann darin, daß die jeweils für eine Welt mit bzw. ohne Steuern berechneten Kapitalwerte genau übereinstimmen, wenn der ökonomische Gewinn als Bemessungsgrundlage der Steuerschuld dient, d.h. wenn $BG_t = i EW_{t-1}$ gesetzt wird. Berücksichtigt man, daß in einer Welt mit Steuern mit dem Nettozins $i(1 - s)$ zu diskontieren ist, weil Habenzinsen zu versteuern und Sollzinsen im Gegenzug steuerlich absetzbar sind, dann gilt also folgende Identität:

$$(5.2-2) \quad -I + \sum_{t=1}^n \frac{Z_t}{(1+i)^t} = -I + \sum_{t=1}^n \frac{Z_t - s BG_t}{(1+i(1-s))^t}$$

Diese Beziehung kann durch eine einfache heuristische Überlegung einsichtig gemacht werden³⁴³: Dazu betrachte man einen Investor, der revolvierend jeweils im Zeitpunkt t einen Kredit in Höhe von EW_t aufnimmt und eine Periode später $(1+i)EW_t$ zurückzahlt. In jedem Zeitpunkt t kann dann für die vergangene Periode Zinsaufwand, dessen Höhe mit dem ökonomischen Gewinn iEW_{t-1} genau übereinstimmt, abgezogen und somit unter Einbeziehung der Kreditfinanzierung die Bemessungsgrundlage der Steuerschuld auf Null gesenkt werden. Außerdem kann die Kreditrückzahlung wegen $(1+i)EW_{t-1} = Z_t + EW_t$ jeweils aus der im Zeitpunkt t freigesetzte Zahlung Z_t und dem Auszahlungsbetrag EW_t der erneuten Kreditaufnahme geleistet werden. In $t=0$ verbleibt schließlich ein konsumfähiger Überschuß in Höhe von $EW_0 - I$, also genau in Höhe des Kapitalwertes in einer Welt ohne Steuern³⁴⁴.

Bei dieser Überlegung wurde unterstellt, daß die Zahlungsrückflüsse nicht risikobehaftet sind. Im Anhang F wird aber gezeigt, daß sich das Ergebnis ohne weiteres auch auf den Fall stochastischer Zahlungsrückflüsse verallgemeinern läßt, wenn bei der Berechnung der Ertragswerte stattdessen die Erwartungswerte der Zahlungsrückflüsse diskontiert werden³⁴⁵. Schließlich ist darauf hinzuweisen, daß es für die durch Gleichung (5.2-2) gegebene Identität zwar

³⁴³ Für einen formalen Beweis vgl. z.B. Georgi(1986)S.31ff.

³⁴⁴ Ein Problem hierbei besteht in dem nicht eindeutig definierten Anfangszeitpunkt. Aus einem positiven Kapitalwert ergibt sich z.B. auch für den Zeitpunkt $t = -1$ ein positiver Ertragswert; der sich hieraus ergebende ökonomische Gewinn wird aber vor dem Zeitpunkt $t = 0$ nicht besteuert. Da kein eindeutiger Zeitpunkt dafür angegeben werden kann, wann der Kapitalwert erstmalig neu entsteht, ist eine geeignete Nachholbesteuerung erforderlich, um entsprechenden Manipulationsmöglichkeiten vorzubeugen. Wenger(1998) zeigt, daß eine solche Nachholbesteuerung zwangsläufig konfiskatorisch erfolgen muß und eine Besteuerung des ökonomischen Gewinns daher offensichtlich nicht konsistent möglich ist.

³⁴⁵ Bei der Betrachtung diskontierter Erwartungswerte muß nicht zwingend allseitige Risikoneutralität unterstellt werden. Alternativ kann auch angenommen werden, daß ein vollständiges System zustandsabhängiger Preise existiert. Dann lassen sich bei einem Zins i für risikolose Anlagen und bei vorgegebenen t die Preise $p(\theta, t)$ dafür, t Perioden später bei Eintritt des Umweltzustandes θ genau $(1+i)^t$ Geldeinheiten zu erhalten, als „fiktive“, sich insgesamt zu 1 summierende Wahrscheinlichkeiten interpretieren, mit denen auch bei Risikoaversion so gerechnet werden kann, als ob allseitige Risikoneutralität vorliegen würde, vgl. hierzu auch Abschnitt 3.3.1.1.

hinreichend, aber nicht notwendig ist, daß genau der ökonomische Gewinn besteuert wird. Modifizierungen der Bemessungsgrundlage sind möglich, solange dabei der Barwert aller Steuerzahlungen gleich bleibt. Abschreibungsaufwand kann also, wenn er mit dem Zins nach Steuern entsprechend auf- oder abgezinst wird, auf andere Zeitpunkte verlagert werden. Grund für eine solche Verlagerung könnte etwa sein, das aufgrund des Nominalwertprinzips die nominale Summe des insgesamt geltend gemachten Abschreibungsaufwandes die Investitionssumme I nicht überschreiten darf³⁴⁶.

5.2.1.3 Intertemporale Neutralität von Steuersystemen

Unter dem Gesichtspunkt der intertemporalen Neutralität wird nach einem Steuersystem gefragt, welches die marginalen Substitutionsraten zwischen heutigen und zukünftigen Konsum nicht beeinflußt. Die im vorherigen Abschnitt betrachtete Besteuerung des ökonomischen Gewinns ist in dieser Hinsicht nicht neutral, da sich nur dann, wenn ausschließlich in $t = 0$ konsumiert wird, keine Auswirkungen auf das Konsumpotential ergeben. Für in die Zukunft verlagerte Konsumpotentiale ergibt sich aus einem solchen Steuersystem dagegen nur eine geringere Rendite nach Steuern in Höhe von $i(1 - s) < i$. Aus der Besteuerung der Vermögenszuwächse resultiert für die Individuen ein Anreiz, den Sofortkonsum zu Lasten des Zukunftskonsums zu erhöhen. Ersparnis und Investitionsvolumen werden im Vergleich zu dem Niveau, das sich ohne verzerrendes Steuersystem einstellen würde, reduziert.

Solche intertemporale Anreizverzerrungen lassen sich vermeiden, wenn nur der Konsum besteuert wird: Die Besteuerung beeinflußt die marginalen Substitutionsraten zwischen heutigen und zukünftigen Konsum offensichtlich nicht, wenn das in verschiedenen Zeitpunkten realisierte Konsumniveau einer proportionalen, im Zeitablauf konstanten Steuer unterworfen wird. Durch die zeitliche Vorverlagerungen von Konsumpotentialen läßt sich die Steuerlast dann nicht mehr reduzieren. Umgesetzt wird die Besteuerung des Konsums durch eine Cash Flow Steuer: Erforderlich ist der vollständigen Abzug aller Investitionsausgaben im Rahmen einer sogenannten Sofortabschreibung („Sparbereinigung“), während umgekehrt alle späteren Zahlungsrückflüsse ohne etwaige Absetzungen für Abschreibungen - soweit diese Rückflüsse konsumtiv verwendet und nicht wieder reinvestiert werden – ungemindert der Besteuerung

³⁴⁶ Das Nominalwertprinzip ist bei der Besteuerung des ökonomischen Gewinns im Falle eines positiven Kapitalwertes nicht erfüllt, da dann $EW_0 > I$ in $t = 0$ aktiviert wird. Durch zeitliche Verlagerung von Abschreibungsaufwand kann das Nominalwertprinzip manchmal, aber nicht immer erfüllt werden. Vgl. Wagner/Dirrigl(1980)S.37ff.

unterliegen³⁴⁷. Vermögen wird also nicht aktiviert, sondern gewissermaßen mit dem Buchwert Null angesetzt. Im übrigen kann bei einer solchen Konsumsteuer auch nicht das Problem einer Doppelbesteuerung von Erträgen auf den verschiedenen Ebenen eines mehrstufigen Konzerns entstehen, da die letztmalige konsumtive Verwendung von Wirtschaftsgütern quasi definitiv nur genau einmal möglich ist.

Letztlich handelt es sich jedoch bei dieser Form der Konsumsteuer um eine zwar theoretisch elegante, praktisch aber kaum durchführbare Idealvorstellung. Eine vollständige Kontrolle darüber, wie das Einkommen konsumtiv oder investiv verwendet wird, erscheint weder wünschenswert noch zu vertretbaren Kosten überhaupt durchführbar. Alternativ kann man intertemporale Neutralität aber auch dadurch erreichen, indem nicht die letztmalige konsumtive Verwendung, sondern der erstmalige Zufluß von Arbeitseinkommen besteuert wird, während alle Vermögenszuwächse - unabhängig davon, ob es sich z.B. um Unternehmensgewinne, Veräußerungserlöse oder Zinserträge handelt – steuerfrei bleiben („Zinsbereinigung“)³⁴⁸.

Ein Problem dabei ist jedoch, daß sich dann insbesondere für Selbständige ein Anreiz ergeben würde, steuerpflichtiges Arbeitseinkommen in steuerfreie Kapitalerträge umzudeklariieren. Ein überraschend einfacher Reformvorschlag von Wenger, der in einigen osteuropäischen Ländern bereits umgesetzt wurde, sieht deshalb auf Unternehmensebene die Einführung einer „zinsbereinigten“ Gewinnbesteuerung vor, d.h. Bemessungsgrundlage der Steuer ist nunmehr die Differenz zwischen Endvermögen und *aufgezinsten* Anfangsvermögen³⁴⁹. Vermögenszuwächse, die einer marktüblichen Verzinsung des Kapitals entsprechen, bleiben steuerfrei, und nur die darüber hinaus gehenden Gewinne werden besteuert³⁵⁰. Der nach den herkömmlichen Vorschriften ermittelte Gewinn ist dazu lediglich um einen Betrag zu kürzen, der sich aus einer angemessenen Verzinsung des bilanzierten Eigenkapitals ergibt. Bewertungsfragen und Abschreibungsregeln sind in einem solchen System praktisch bedeutungslos, da bei verzögerter Abschreibung in den zukünftigen Perioden entsprechend aufgezinsten Aufwendungen

³⁴⁷ Bei dieser zahlungsstromkonformen Besteuerung erhält man bei einem Steuersatz s für den Kapitalwert unmittelbar $(1 - s) KW$, wenn KW der Kapitalwert in einer Welt ohne Steuern ist. Auffällig bei einem Vergleich mit Gleichung (5.2-2) mag sein, daß man trotz des Privilegs der Sofortabschreibung einen geringeren Kapitalwert erhält. Grund dafür ist ein geringeres Abschreibungsvolumen, da nicht der Ertragswert, sondern nur die Investitionssumme I sofort abgeschrieben wird.

³⁴⁸ Vgl. im einzelnen dazu Wenger(1988)S.290ff.

³⁴⁹ Zur „Zinsbereinigung“ steuerlicher Bemessungsgrundlagen vgl. erstmals Wenger(1983)S.227ff.

³⁵⁰ Die zinsbereinigte Einkommensteuer ist also nicht völlig entscheidungsneutral, da riskante Projekte, bei denen das Risiko durch eine entsprechende Renditeprämie kompensiert wird, benachteiligt werden.

von der Bemessungsgrundlage abgezogen werden und der Zinsnachteil dadurch ausgeglichen wird. Schließlich ist im Konzernzusammenhang bei der zinsbereinigten Gewinnbesteuerung eine Doppelbesteuerung nur für den marktüblichen Zins übersteigende Renditen möglich, die jedoch im entsprechenden Reformvorschlag durch die Freistellung von Beteiligungserträgen vermieden wird³⁵¹.

5.2.3 Investitionsentscheidungen und konzernweite Verlustverrechnung

5.2.3.1 Ursachen für steuerliche und ökonomische Verluste

In den vorangegangenen Abschnitten wurde das Ideal einer intersektoral bzw. intertemporal entscheidungsneutralen Besteuerung erläutert. Vor diesem Hintergrund soll nun untersucht werden, welche Konsequenzen sich für die Investitionsentscheidungen aus der bei der Organshaft möglichen sofortigen Verrechnung von Verlusten mit den Gewinnen anderer Gesellschaften ergeben. Dazu ist in diesem Abschnitt zunächst näher auf die möglichen Entstehungsgründe von Verlusten einzugehen, wobei insbesondere zwischen wirklichen Verlusten im ökonomischen Sinn und solchen Verlusten, die lediglich durch die besonderen Vorschriften der steuerlichen Gewinnermittlung bedingt sind, zu unterscheiden ist.

Rational handelnde Individuen werden Projekte, die zu tatsächlichen ökonomischen Verlusten führen, natürlich gar nicht erst durchführen. In der Steuerbilanz kann jedoch ein gewissermaßen künstlicher Verlust auch bei einem grundsätzlich vorteilhaften Projekt mit positiven Kapitalwert dann entstehen, wenn den investierten Beträgen nicht die vollen, sich aus der Diskontierung zukünftiger Zahlungsrückflüssen ergebenden Ertrags- bzw. Marktwerte gegenübergestellt werden. Darüber hinaus widersprechen der Rationalitätsannahme nur solche Verluste, die sich bereits im Investitionszeitpunkt ergeben. Handelt es sich um ein risikobehaftetes Investitionsprojekt, dann ist, wenn sich später ungünstige Umweltentwicklungen verwirklichen, in späteren Perioden ein Verlustausweis auch für vorteilhafte Projekte selbst

³⁵¹ Vgl. Wagner/Wenger(1996)S.407. Mit der Freistellung von Beteiligungserträgen muß auch das Eigenkapital um das Beteiligungskapital gekürzt werden, damit nicht eine zu hohe Verzinsung des Eigenkapitals steuerfrei bleibt.

dann nicht ausgeschlossen, wenn sich die Steuerbilanz immer genau an den Ertrags- bzw. Marktwerten orientiert³⁵².

Bei einer Investition mit stochastischen Rückflüssen wird durch eine ökonomisch richtige Bilanzierung nur in $t = 0$ ein Verlustausweis ausgeschlossen. In den Folgeperioden entstehen dagegen Verluste, falls die tatsächlich realisierten Rückflüsse hinter den Erwartungen der Vorperiode zurückbleiben. Der Verlustfall kann dabei auch nicht lediglich als notwendige Korrektur eines früher fälschlicherweise zu hoch angesetzten Ertragswertes interpretiert werden. Wenn die früheren Wahrscheinlichkeitseinschätzungen korrekt waren, dann war auch der ursprünglich höhere Wertansatz zutreffend. Im Risikofall können also echte Verluste im ökonomischen Sinn entstehen.

Keine echten Verluste im ökonomischen Sinn entstehen dagegen dann, wenn nicht entsprechend den Ertrags- bzw. Marktwerten bilanziert wird. Solche Verluste beruhen vielmehr darauf, daß im Vergleich zur Ertragswertabschreibung zu schnell abgeschrieben wird. Mit den von einem Investitionsprojekt generierten Zahlungsüberschüssen wird dann zunächst zuviel und später entsprechend weniger Abschreibungsaufwand verrechnet. Die in der Anfangsphase entstehenden Verluste werden später durch entsprechend höhere Gewinnausweise wieder korrigiert. Die Steuerbilanz enthält also anders ausgedrückt temporär stille Reserven, die spätestens mit der Realisation der Zahlungsrückflüsse sukzessive wieder aufgelöst werden. Hieraus ergibt sich ein Zinsvorteil, da mit den Gewinnen auch Steuerzahlungen auf spätere Perioden verlagert werden.

Entsprechende Beispielrechnungen für unterschiedliche Investitionsvorhaben zeigen, daß in der Realität tatsächlich regelmäßig großzügiger abgeschrieben werden darf, als es aus rein ökonomischer Sicht zulässig wäre³⁵³. Darüber hinaus werden Abschreibungsvergünstigungen häufig auch gezielt zur Investitionsförderung eingesetzt. Als ein Extrembeispiel für die im Steuersystem (möglicherweise unbewußt) angelegte Privilegierung bestimmter Investitionsvorhaben durch besonders großzügige Abschreibungsregeln kann die Produktion immateriel-

³⁵² Bei Projekten mit sicheren Rückflüssen können, wenn keine Normalinvestition vorliegt und das Vorzeichen der Zahlungsreihe mehrmals wechselt, zwar in späteren Perioden Auszahlungen notwendig werden. Für solche bereits früher feststehende Auszahlungen können aber geeignete, mit vorangehenden Einzahlungen zu verrechnende Rückstellungen gebildet werden, wodurch sich, wenn das Projekt einen positiver Kapitalwert hat, ein Verlustausweis vermeiden läßt.

³⁵³ Vgl. dazu die bei Sinn(1997)S.687 wiedergegebenen Ergebnisse.

ler Wirtschaftsgüter angeführt werden; wegen des Aktivierungsverbotes des § 5(2) EStG kommt hier sogar eine 100%-ige Sofortabschreibung zur Anwendung.

§ 5(2) EStG hat zur Konsequenz, daß die Herstellungskosten immaterieller Wirtschaftsgüter den zu versteuernden Gewinn sofort in voller Höhe reduzieren, da ihnen kein entsprechender Aktivposten gegenübergestellt werden darf. Darüber hinaus sind den immateriellen Wirtschaftsgüter bestimmte in den Folgeperioden entstehende Zahlungsrückflüsse zuzuordnen, die dann umgekehrt in voller Höhe, d.h. ohne eine Verrechnung mit Abschreibungsaufwand, der Steuer unterliegen. Im Endeffekt wird also eine reine Cash Flow Steuer realisiert, durch die das Steuerrecht insbesondere Investitionen in die Forschung und Entwicklung fördert.

Im Risikofall führt schließlich das Vorsichtsprinzip ebenfalls dazu, daß nicht der volle Ertrags- bzw. Marktwert der stochastischen Zahlungsrückflüsse aktiviert wird. Unter Umständen wird sogar, falls ein Totalverlust nicht ausgeschlossen werden kann, überhaupt kein Aktivposten angesetzt, so daß letztlich eine Cash Flow Steuer realisiert wird. Im Risikofall ergibt sich darüber hinaus die Besonderheit, daß bei ungünstigen Umweltentwicklungen auch später keine Gewinne entstehen. Entsprechend über einen bloßen Zinsnachteil hinausgehende Nachteile können sich hier aus fehlenden sofortigen Verrechnungsmöglichkeiten für in der Anfangsphase entstehende Verluste ergeben, weil ein stattdessen zu bildender Verlustvortrag im Konkursfall gar nicht mehr mit Gewinnen verrechnet werden kann.

5.2.3.2 Verteilungs- und Anreizeffekte sofortiger Verlustverrechnungsmöglichkeiten

Im vorangegangenen Abschnitt wurde die Gründe dafür aufgezeigt, warum auch im Zusammenhang mit grundsätzlich vorteilhaften Projekten Verluste ausgewiesen werden können. Die Vorteilhaftigkeit bestimmter Investitionsprojekte hängt in solchen Fällen auch davon ab, ob derartige Verluste direkt mit anderen positiven Einkünften verrechnet werden können und sich dadurch die Steuerlast entsprechend reduzieren läßt. Innerhalb einer Organschaft gemäß § 14ff. KStG können die Verluste einer Konzerngesellschaft unmittelbar mit den Gewinnen anderer Konzerngesellschaften verrechnet werden. Besteht dagegen keine Organschaft, dann ergibt sich eine unmittelbare Steuerersparnis nur dann, wenn ein Verlustrücktrag möglich ist und dabei nachträglich ein Abzug von den Einkünften der vorhergehenden Jahre erfolgt;

durch § 10d(1) EStG ist ein solcher Verlustrücktrag allerdings auf 2 Jahre und 10 Millionen DM beschränkt³⁵⁴ sowie außerdem bei der Gewerbesteuer ganz ausgeschlossen.

Sind die genannten Möglichkeiten erschöpft, dann muß ein Verlustvortrag gebildet werden, d.h. die Verluste können erst in den folgenden Perioden mit dann möglicherweise gegebenen positiven Einkünften verrechnet werden. Bei einer solchen verzögerten Verlustverrechnung wird die Steuerersparnis also zeitlich nach hinten verlagert, so daß sich aus der Bildung eines Verlustvortrages zunächst nur wegen des fehlenden Zinsausgleiches ein Nachteil ergibt. Diese zusätzliche Zinsbelastung wird besonders deutlich, wenn der entstehende Liquiditätsnachteil durch die Aufnahme eines zusätzlichen Kredites ausgeglichen wird und die sich aus der Verrechnung späterer Gewinne mit dem Verlustvortrag ergebenden Steuerersparnisse zur Tilgung des Kredites verwendet werden.

Aufgrund von nicht gegebenen Verlustverrechnungsmöglichkeiten werden die Vorteile großzügiger Abschreibungsregeln teilweise wieder rückgängig gemacht. Abschreibungen führen dann zu keiner unmittelbaren Steuerersparnis, sondern zunächst nur zu einem höheren Verlustvortrag. Vollständig beseitigt werden die Abschreibungsvergünstigungen damit allerdings nicht, da dann, wenn in späteren Perioden Gewinne ausgewiesen werden, solange keine Steuern bezahlt werden müssen, bis der entsprechend höhere Verlustvortrag vollständig aufgelöst ist. Die steuerliche Privilegierung bestimmter Investitionsvorhaben durch Abschreibungsvergünstigungen bleibt also in der Regel bestehen und ist nur weniger stark ausgeprägt, wenn Verluste nicht sofort verrechnet werden können.

Dennoch sind die durch unterschiedliche Verlustverrechnungsmöglichkeiten bedingten Verzerrungen keineswegs unerheblich. Betrachtet man etwa das Aktivierungsverbot für selbstgestellte immaterielle Wirtschaftsgüter, dann führen Ausgaben z.B. für die Forschung und Entwicklung zu einem Verlust in Höhe der gesamten Investitionssumme. Wenn dieser Verlust statt mit den sich erst später aus dieser Investition ergebenden Gewinnen innerhalb einer Organshaft sofort mit den Gewinnen anderer Konzerngesellschaften verrechnet werden kann, dann entspricht der hieraus resultierende Vorteil einem zinslosen Kredit, der bei der gegebenen Steuerbelastung über die Hälfte der Investitionssumme ausmacht. Nachteile können sich

³⁵⁴ Gemäß einem Beschluß des Bundeskabinetts vom Februar 1999 sollen die Verlustrücktragsmöglichkeiten auf 1 Million DM und maximal 1 Jahr beschränkt werden.

hieraus für eine konzernunabhängigen Gesellschaft nicht nur durch die höhere Zinsbelastung, sondern auch aufgrund von Kreditrationierung ergeben, wenn eine durch fehlende Verlustverrechnungsmöglichkeiten bedingte Liquiditätslücke etwa wegen asymmetrisch verteilter Information nicht durch zusätzliche Kreditaufnahme geschlossen werden kann.

Über den bloßen Zinsnachteil hinausgehende Auswirkungen ergeben sich auch dann, wenn im Risikofall später möglicherweise gar keine Gewinne mehr entstehen, mit denen der Verlustvortrag verrechnet werden könnte. Um die Auswirkungen zu verdeutlichen, sei als Beispiel eine riskante Investition betrachtet, die in $t = 0$ eine Anfangsauszahlung in Höhe von $I = 90$ Geldeinheiten erfordert und in $t = 1$ jeweils mit 50% -iger Wahrscheinlichkeit zu einem Zahlungsrückfluß in Höhe von entweder 210 oder 0 Geldeinheiten führt. Weiterhin sei der Steuersatz $s = 50\%$, der Zins $i = 10\%$. Zunächst sei unterstellt, daß in der Steuerbilanz die diskontierten Erwartungswerte aktiviert werden³⁵⁵. In $t = 0$ muß dann $EW_0 = (0,5 \cdot 210 + 0,5 \cdot 0) / 1,1 = 95,45$ aktiviert werden, und in $t = 1$ entsteht entweder ein Gewinn in Höhe von $210 - 95,45 = 114,55$ oder ein Verlust in Höhe von 95,45. Entsprechende Verlustverrechnungsmöglichkeiten vorausgesetzt, ergibt sich gemäß dem allgemeinen Ergebnis aus Anhang F für den Kapitalwert unter Berücksichtigung von Steuern dasselbe Ergebnis wie ohne Steuern, also jeweils³⁵⁶ $-I + EW_0 = 5,45$. Wenn der in $t = 1$ möglicherweise entstehende Verlust dagegen nicht verrechnet werden kann, dann ergibt sich ein negativer Kapitalwert in Höhe von $-90 + 0,5 [210 - s \cdot 114,55] / 1,05 = -13,64$.

Die Vorteilhaftigkeit der Investition kehrt sich auch dann drastisch ins Negative um, wenn man davon ausgeht, daß wegen des Vorsichtsprinzips nicht der volle Ertragswert der stochastischen Rückflüsse angesetzt wird. Geht man etwa davon aus, daß überhaupt kein Aktivposten angesetzt wird, dann führt die Anfangsauszahlung zu einem Verlustausweis in $t = 0$ in Höhe von $I = 90$. Wenn dieser Verlust sofort verrechnet werden kann und sich daher eine Steuerersparnis in $t = 0$ in Höhe von $s \cdot I = 45$ ergibt, dann erhält man bei einem Zins nach Steuern $i(1 - s) = 5\%$ für den Kapitalwert $-45 + 0,5 \cdot (210/2 + 0) / 1,05 = 5$. Ohne Verlustverrechnungsmöglichkeit muß dagegen ein Verlustvortrag in Höhe von 90 gebildet werden, der

³⁵⁵ Vgl. dazu auch Fußnote 345.

³⁵⁶ Proberechnung mit $s = 0,5$ ergibt $-90 + 0,5 [210 - s \cdot 114,55 + 0 - s \cdot (-95,45)] / 1,05 = 5,45$.

in $t = 1$ entweder ungenutzt verfällt oder im Gewinnfall die Steuerbelastung auf s $(210 - 90) = 60$ reduziert, so daß sich der Kapitalwert dann zu $-90 + 0,5 \cdot (210 - 60 + 0) / 1,05 = -18,57$ berechnet.

Von den aufgezeigten Nachteilen fehlender Verlustverrechnungsmöglichkeiten sind insbesondere Neugründungen betroffen. Hier entstehen Anlaufverluste, wenn den investierten Summen nicht die vollen, den zukünftigen Gewinnerwartungen entsprechenden Ertragswerte gegenübergestellt werden. Das Steuerrecht führt damit zu zusätzlichen Markteintrittsbarrieren. Ein Extrembeispiel ist wegen des grundsätzlichen Aktivierungsverbotes die Herstellung immaterieller Wirtschaftsgüter, so daß Neugründungen insbesondere im Bereich der Informationstechnologie und der Software-Entwicklung behindert werden, also in Branchen, die in modernen Industriegesellschaften zunehmend an Bedeutung gewinnen. Darüber hinaus zeigt das oben angeführte Beispiel, daß sich erhebliche steuerliche Nachteile wegen fehlender Verlustverrechnungsmöglichkeiten z.B. auch bei Venture-Unternehmungen ergeben können, wenn wegen der Risikobehaftetheit der Projekte die zu bildenden Verlustvorträge möglicherweise ungenutzt verfallen.

Erfolgt der Markteintritt stattdessen durch Konzerntochtergesellschaften, dann können Anlaufverluste im Rahmen der Körperschaftsteuerrechtliche Organschaft sofort mit den Gewinnen anderer Konzerngesellschaften verrechnet werden. Diese Vorteile würden verloren gehen, wenn stattdessen die bei in reifen Märkten tätigen Konzernen anfallende überschüssige Liquidität an die Anteilseigner ausgeschüttet und von diesen individuell in Unternehmen aus jungen Branchen reinvestiert werden würde. Die Organschaft diskriminiert den auf konzernunabhängigen Neugründungen beruhenden volkswirtschaftlichen Strukturwandel und begünstigt eine sich bereits aus den Interessen des Managements ergebende Tendenz zur Selbstfinanzierung und zur größeren Unabhängigkeit von den externen Kapitalmärkten. Die Kapitallenkung wird von den Märkten in die Konzerne verlagert und durch hierarchische Koordinationsformen ersetzt. Tatsächlich kann in der Praxis beobachtet werden, daß neue Märkte z.B. in der Telekommunikationsindustrie regelmäßig von Konzerntöchtern statt von unabhängigen Neugründungen erschlossen werden.

Abschließend ist zu diskutieren, durch welche Reformmaßnahmen diese Privilegierung der Konzerne wieder beseitigt werden könnte. Nicht sinnvoll erscheint es, dazu die Möglichkeit einer konzernweiten Verlustverrechnung wieder aufzuheben. Soweit die zu verrechnenden Verluste auf Abschreibungsvergünstigungen zurückzuführen sind, ist zu berücksichtigen, daß durch solche Vergünstigungen der Benachteiligung des Zukunftskonsums aufgrund der Besteuerung von Kapitalerträgen und den daraus resultierenden intertemporalen Verzerrungen entgegengewirkt wird³⁵⁷. Entsprechend größere Allokationsstörungen wären bei einer Einschränkung der Verlustverrechnungsmöglichkeiten zu erwarten. Durch fehlende Verlustverrechnungsmöglichkeiten werden darüber hinaus auch riskante Investitionsprojekte diskriminiert, da sich der Staat dann einseitig nur an den Gewinnen, nicht jedoch an den Verlusten beteiligt.

Anzustreben ist daher, auch im Nichtkonzernfall die sofortige Geltendmachung von Verlusten zu ermöglichen. Die einfachste Lösung würde natürlich darin bestehen, daß Verluste, die nicht mit anderen Einkünften verrechnet werden können, sofort zu einer Erstattung der auf sie entfallenden Steuern führen. Mitunter wird auch vorgeschlagen, den Verlustvortrag periodisch aufzuzinsen und dadurch ebenfalls einen Zinsnachteil zu vermeiden³⁵⁸. Eine vollständige Kompensation wäre hierdurch jedoch nur gegeben, wenn in zukünftigen Perioden tatsächlich Gewinne entstehen, mit denen der entsprechend aufgezinste Verlustvortrag dann verrechnet werden kann. Im Risikofall ist bei diesem Vorschlag jedoch weiterhin die Möglichkeit gegeben, daß der Verlustvortrag ungenutzt verfällt. Um eine Benachteiligung risikobehafteter Investitionsprojekte zu vermeiden, kann die Aufzinsung der Verlustvorträge aber durch eine uneingeschränkte Übertragbarkeit von Verlustvorträgen auf andere Personen oder Gesellschaften etwa durch die Einführung von handelbaren Verlustverrechnungsscheinen ergänzt werden³⁵⁹.

³⁵⁷ Vgl. zu dieser Verzerrung intertemporaler Entscheidungen durch die Besteuerung Abschnitt 5.2.1.3.

³⁵⁸ Vgl. Stolpe(1997)S.63. Aufgezinste Verlustvorträge sind auch bei der in Abschnitt 5.2.1.3 beschriebenen zinsbereinigten Gewinnbesteuerung vorgesehen, vgl. Wagner/Wenger(1996)S.408.

³⁵⁹ Vgl. zu einem solchen Vorschlag Schneider(1988).

6. Teil

Zusammenfassung

Ausgangspunkt dieser Arbeit war die Tatsache, daß die Konzernbildung zu einer Transformation der Gestaltungselemente von Finanzierungsverträgen führt. Wegen dieser Transformation lassen sich die bisherigen, am Leitbild einer rechtlich und wirtschaftlich selbständigen Unternehmung ausgerichteten Ergebnisse des vertragstheoretischen Ansatzes der Finanzierungstheorie nicht ohne weiteres auf den Konzernfall übertragen. Dennoch wurde die Konzernbildung in der bisherigen finanzierungstheoretischen Forschung weitgehend vernachlässigt. Das damit identifizierte Forschungsdefizit wiegt umso schwerer, als der Konzern in der Praxis die vorherrschende Organisationsform wirtschaftlicher Aktivitäten darstellt. Ziel dieser Arbeit war es daher, den in der Finanzierungstheorie üblichen, von den institutionellen Gestaltungsmerkmalen der Finanzierungsverträge ausgehenden Ansatz auf die Konzernbildung zu erweitern. Dazu wurden jeweils ausführlich die Konsequenzen der Konzernbildung für die Teilungsregeln und die damit verbundenen Anreizeffekte (3. Teil), für die Mitsprache- und Kontrollrechte der Anteilseigner (4. Teil) sowie ergänzend für die Unternehmensbesteuerung (5. Teil) untersucht.

Zusätzlich wurde einleitend im 2. Teil ein Zusammenhang zwischen Organisations- und Finanzierungstheorie hergestellt, indem die sogenannte strategische Managementholding als ein zwischen originären Kapitalmarktanlegern und operativ tätigen Tochtergesellschaften geschalteter Finanzintermediär interpretiert wurde. Die Holding hat Aktien an den externen Kapitalmärkten ausgegeben, um selber wiederum Anteile an den Tochtergesellschaften zu halten. Da sich dabei im Vergleich zu einer direkten Kapitalmarktnotierung der Tochtergesellschaften die Anzahl der mit Agency Costs belasteten Finanzierungsbeziehungen erhöht, wurde mit Hilfe eines Rückgriffs auf die mikroökonomischen Theorie der Finanzintermediation nach der Effizienz einer solchen Holdingorganisation gefragt. Voraussetzung dafür, daß ein Finanzintermediär als Kontrollagent der originären Anleger einen positiven Wertbeitrag leisten kann, ist unter anderem, daß geeignete Anreize durch die Refinanzierungsbeziehungen gesetzt werden. Im Fall einer Bank geht z.B. von den Zahlungsverpflichtungen des Fremdkapitals ein disziplinierender Effekt aus. Eine Managementholding weist demgegenüber einen geringeren Verschuldungsgrad auf und ist, wenn die Anteile am Eigenkapital breit gestreut sind und sich für das Management ein entsprechend größerer diskretionärer Handlungsfreiraum ergibt, vermutlich nicht als effizienter Intermediär anzusehen.

Gegenstand des anschließenden 3. Teils waren die Teilungsregeln und die damit verbundenen Anzeizeffekte. Im Konzern entsteht zusätzlicher Cash Flow, da jeweils sowohl die Beteiligungen als auch die Leistungsbereiche Zahlungsüberschüsse generieren. Eine erste Aufgabe bestand daher darin, die im Konzern nicht immer unmittelbar offensichtlichen effektiven Teilungsregeln rechnerisch zu bestimmen. Daran anschließend wurden die Konsequenzen der Konzernbildung für die Principal/Agent-Beziehungen jeweils getrennt für Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung betrachtet.

Bei der Eigenkapitalfinanzierung lassen sich im Konzern zum einen effizientere Anreizschemata implementieren, indem der Anteil des Agenten an den verschiedenen Leistungsbereichen unterschiedlich gewichtet wird. In einer Einheitsunternehmung wäre eine solche Differenzierung dagegen nicht möglich. Der optimale Beteiligungsvektor läßt sich in geschlossener Form durch eine mehrdimensionale Erweiterung des herkömmlichen LEN-Modelles bestimmen. Außerdem wurden die Signaleffekte bei der Börseneinführung von Konzerntöchtern betrachtet. Dabei handelt es sich um eine alternative, vor allem für unterbewertete Konzerne attraktive Form der Eigenkapitalfinanzierung. Ob sich deshalb ein Signalisierungsgleichgewicht einstellt, bei dem die Börseneinführung von Konzerntöchtern ein glaubwürdiges, zu entsprechenden Kurssteigerungen führendes Signal für einen tatsächlich höheren Unternehmenswert ist, hängt jedoch von den Annahmen bezüglich solcher Konzerne ab, die wegen prohibitiver Unterbewertung sowohl der Mutter als auch der Tochter überhaupt kein neues Eigenkapital beschaffen. Darüber hinaus führt die Konzernbildung im Kontext des Signalisierungsansatzes - anders als bei der Betrachtung eines auf den Arbeitseinsatz bezogenen Unbeobachtbarkeitsproblems - nicht in jedem Fall zu einer Effizienzsteigerung: Dadurch, daß einige Konzerne auf alternative Finanzierungsformen ausweichen, können sich für andere Unternehmen die Adverse Selection Costs noch erhöhen.

Bei der Fremdkapitalfinanzierung kann zwischen der Gestaltung der Aktiv- und der Passivseite der Bilanz unterschieden werden. Als erstes wurde der Anreiz der Eigner betrachtet, die Gläubiger durch eine Risikoerhöhung des Investitionsprogrammes zu schädigen. Obwohl Unternehmenszusammenschlüsse auch dann, wenn sie durch Aktientausch erfolgen und kein neues Eigenkapital investiert wird, für die Gläubiger mit Vorteilen verbunden sind, weil dann zusätzlich auch die Residualgewinne anderer Gesellschaften für ihre Ansprüche haften, konnte anhand eines Beispiels gezeigt werden, daß dabei zugleich ein vorher nicht gegebener

Anreiz zur Asset Substitution entstehen kann und die Gläubiger sich dann im Endeffekt möglicherweise sogar schlechter stellen. Hinsichtlich der Gestaltung der Passivseite ist das in der traditionellen Literatur herausgestellte Problem der Kreditpyramiden und die „strukturelle Nachrangigkeit“ der Gläubiger der Mutter gegenüber den unmittelbaren Verbindlichkeiten der Tochtergesellschaften zu erwähnen. Nicht naive Kreditgeber werden jedoch versuchen, die entsprechend höheren Ausfallrisiken etwa durch geeignete Aufschläge auf die Zinssätze zu kompensieren. Eine theoretische, von nicht naiven Kreditgebern ausgehende Untersuchung zeigt auf, daß aufgrund der durch die Konzernbildung gegebenen zusätzlichen Gestaltungsmöglichkeiten der Fremdkapitalfinanzierung sowohl Unterinvestitionsprobleme beseitigt als auch neue Überinvestitionsprobleme entstehen können. Schließlich wurde die bisherige Literatur zu den Haftungsregelungen im Konzern um einige weitere Aspekte ergänzt und einige Überlegungen zur Systematisierung der sich aus der Konzernbildung für die Ausschüttungssperren ergebenden Konsequenzen vorgestellt.

Die im 4. Teil behandelten Mitsprache- und Kontrollrechte sind insbesondere dann von Bedeutung, wenn die Geschäftsführung nicht direkt von den Anteilseignern ausgeübt wird. Über wichtige Grundlagenentscheidungen wird aber auch dann von den Anteilseignern vor allem durch Abstimmungen bestimmt. Dabei ist zu beachten, daß der prozentuale Stimmenanteil nicht immer das tatsächliche Einflußpotential wiedergibt, z.B. wenn einem kleinem Stimmenanteil als „Zünglein an der Waage“ ein überproportionaler Machtanteil zukommt. Mit Hilfe etwa des Shapley-Wertes läßt sich aber anhand der jeweiligen Stimmenverteilung das tatsächliche Einflußpotential quantifizieren. In dieser Untersuchung wurde der Ansatz auf die Betrachtung mehrstufiger Beteiligungsbeziehungen erweitert und gezeigt, wie auch dabei die tatsächlichen Einflußmöglichkeiten quantifiziert werden können. Dabei zeigte sich insbesondere, daß sich die mittelbaren Einflußpotentiale auf die Beteiligungsgesellschaften nicht durch einfache Durchrechnung bestimmen lassen.

Wird von vornherein nur eine Minderheitsbeteiligung an die Börse gebracht, dann läßt sich vermuten, daß die fehlenden Einflußmöglichkeiten durch einen entsprechend niedrigeren Emissionskurs kompensiert werden. Bei einer nachträglichen Änderung der Mehrheitsverhältnisse einer bislang unabhängigen Gesellschaft sind dagegen Maßnahmen zum Schutz der unerwartet in eine Minderheitsposition gedrängten Anteilseigner erforderlich. Traditionell erfolgt in Deutschland ein solcher Minderheitsschutz durch das Konzernrecht, wobei die Minderheiten bei Abschluß eines Unternehmensvertrages zwischen einer Abfindung oder

einer Garantiedividende wählen können. Kritisiert werden an dieser Konzeption insbesondere die in der Praxis im Vergleich zum Börsenkurs nicht selten zu niedrigen Abfindungen sowie der unzureichende Schutz davor, bei Beendigung des Konzernverhältnisses ein weniger werthaltiges Unternehmen zurückzuerhalten. Ein anderer Ansatz will die Minderheiten dagegen dadurch schützen, daß durch den Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung die Verpflichtung ausgelöst wird, ein Übernahmeangebot für alle noch ausstehenden Aktien zu machen. Durch die Annahme des Angebotes können sich die Minderheiten dann vor späteren Wertminderungen schützen. Möglicherweise werden durch solche zusätzliche Verpflichtungen aber auch effiziente Übernahmen blockiert. Dieser mögliche Blockadeeffekt obligatorischer Übernahmeangebote wurde im einzelnen formal analysiert und darüber hinaus herausgearbeitet, daß dieser Blockadeeffekt abgewogen werden muß gegen die ohne wirksamen Minderheitenschutz zurückgehende Bereitschaft der Anleger, Unternehmensanteile überhaupt erst zu erwerben. Ein funktionsfähiger, den Unternehmen genügend Mittel bereitstellender Kapitalmarkt setzt einen wirksamen Minderheitenschutz voraus.

Abschließend zu den Mitsprache- und Kontrollrechten wurde noch auf die mit der Konzernbildung einhergehende Transformation der Unternehmensverfassung eingegangen, die darauf beruht, daß die Anteilseignerrechte gegenüber den Tochtergesellschaften vom Management der Mutter ausgeübt werden. Ein spezielles Beispiel hierfür sind die Gewinnverwendungskompetenzen: Die Anteilseigner können nicht über Ausschüttung oder Thesaurierung der Gewinne entscheiden, wenn das Management beschließt, daß die Gewinne der Tochtergesellschaften gar nicht erst an die Mutter ausgeschüttet werden.

Aufgrund der großen praktischen Bedeutung wurde im 5. Teil auch auf Konzernbesteuerung eingegangen. Dazu wurde zunächst ein knapper Überblick zu den Problemen der Konzernbesteuerung gegeben, die insbesondere aus der Gliederung des Konzerns in mehrere rechtlich selbständige Einheiten resultieren. Überlegt wurde unter anderem außerdem, unter welchen Bedingungen sich eine Gewinnverlagerung in Niedrigsteuerländer auch aus Anteilseignersicht lohnen kann, obwohl im Gegensatz zur inländischen Körperschaftsteuer eine Anrechnung ausländischer Steuern nicht möglich ist. Ausführlich wurde auf die bei der Organschaft mögliche konzernweite, gesellschaftsübergreifende Verlustverrechnung eingegangen. Statt erst später mit den dann (möglicherweise) anfallenden Gewinnen können „Anlauf“-Verluste einer Tochtergesellschaft, die entstehen, wenn den investierten Beträgen in der Steuerbilanz nicht der volle Ertragswert der zukünftigen Rückflüsse gegenübergestellt wird, im Konzern sofort

mit den Gewinnen anderer Konzerngesellschaften verrechnet werden. Das Steuerrecht begünstigt damit den konzerninternen Strukturwandel gegenüber konzernunabhängigen Neugründungen und benachteiligt die Steuerung der Kapitalallokation durch die externen Kapitalmärkte.

Insgesamt konnte gezeigt werden, daß ein auf die institutionellen Gestaltungsmerkmale der Finanzierungsverträge abstellender Ansatz sich auch für die Probleme der Konzernfinanzierung fruchtbar machen läßt. Dabei war nicht beabsichtigt, eine vollständige Darstellung aller Einzelprobleme der Konzernfinanzierung zu geben - hierzu kann auf die reichlich vorhandene Spezialliteratur zurückgegriffen werden - , vielmehr sollte die mögliche mikroökonomische Fundierung exemplarisch anhand der wichtigsten Gestaltungsmerkmale der Finanzierungsverträge aufgezeigt werden. Im Hinblick auf die Entwicklung einer in sich geschlossenen, institutionenökonomisch fundierten Theorie der Konzernfinanzierung ist die vorliegenden Untersuchung jedoch nur als ein erster Zwischenbericht zu charakterisieren. Die Entwicklung einer umfassenden Theorie der Konzernfinanzierung war schon deshalb nicht zu erwarten, weil eine solche integrierte Theorie bislang auch nicht zur Finanzierung der Einheitsunternehmung vorliegt, vielmehr ist auch hier die jeweils weitgehend isolierte Betrachtung bestimmter Einzelaspekte vorherrschend. Die Entwicklung einer die zahlreichen Einzelaspekte integrierenden Theorie der Konzernfinanzierung bleibt daher ein Fernziel zukünftiger Forschungsarbeiten. Möglicherweise können die Ergebnisse dieser Arbeit dazu als Bausteine dienen.

Anhang A

Zu untersuchen ist, unter welchen Bedingungen das Gleichungssystem

$$(A-1) \quad y_i = x_i + \sum_{j=1}^n s_{ij}(y_j) \quad i \in \{1, \dots, n\}$$

bei gegebenen $x_i \geq 0$ eine eindeutige Lösung $y_i \geq 0$ besitzt. Die Interpretation dabei ist, daß die y_i jeweils den gesamten Cash Flow der Unternehmung i bezeichnen, der sich aus dem Cash Flow des Leistungsbereichs x_i und den von den anderen Unternehmen j zufließenden Erträgen, die als eine Funktion $s_{ij}(\cdot)$ des gesamten Cash Flows y_j solcher anderen Unternehmen j gegeben sind, zusammensetzt.

Unterstellt sei, daß die Funktionen $s_{ij}(\cdot)$ stetig differenzierbar und nichtfallend sind und daß für alle i der durch $y_i - \sum_{j=1}^n s_{ji}(y_j)$ gegebene, jeweils für die außenstehende Kapitalgebern verbleibende Anteil am Cash Flow der Unternehmung i ebenfalls zumindest nicht kleiner wird, wenn y_i größer wird. Dies ist sichergestellt, wenn für beliebige i, j und alle y immer gilt:

$$(A-2) \quad \frac{d s_{ij}(y)}{d y} \geq 0$$

und

$$(A-3) \quad \frac{d \sum_{j=1}^n s_{ji}(y)}{d y} \leq 1$$

Außerdem sei

$$(A-4) \quad M^{(1)} = \left\{ i \mid \max_y \frac{d \sum_{j=1}^n s_{ji}(y)}{d y} < 1 \right\}$$

die Menge derjenigen Gesellschaften i , bei denen ein größerer Cash Flow unmittelbar zu einer echt größeren Zahlung an die außenstehenden Kapitalgeber führt. Die durch

$$(A-5) \quad M^{(t)} = M^{(t-1)} \cup \{ i \mid \text{Es gibt } j \in M^{(t-1)}, \text{ so daß } \min_y \frac{d s_{ji}(y)}{d y} > 0 \}$$

definierten Mengen enthalten dagegen offensichtlich diejenigen Gesellschaften i , bei denen ein größerer Cash Flow möglicherweise nur indirekt nach Durchleitung durch maximal $t-1$ andere Gesellschaften zu einer größeren Zahlung an die außenstehenden Kapitalgeber führt. Es gilt dann folgender

Satz:

Wenn es ein $t < \infty$ gibt, so daß $M^{(t)} = \{1, \dots, n\}$ gilt, d.h. $M^{(t)}$ umfaßt die Gesamtheit aller Unternehmen des betrachteten, miteinander verflochtenen Gebildes, dann hat das Gleichungssystem (A-1) eine eindeutige Lösung.

Beweis:

Definiere $m_i^{(0)} = 1$ und

$$m_i^{(t)} = \max_y \sum_{j=1}^n (m_j^{(t-1)} \frac{d s_{ji}(y)}{d y})$$

Wegen (A-3) folgt unmittelbar durch vollständige Induktion, daß immer $m_i^{(t)} \leq 1$ gilt. Eine etwas strengere Aussage formuliert das folgende

Lemma 1:

Sei $i \in M^{(t)}$. Dann gilt $m_i^{(t)} < 1$.

Beweis von Lemmas 1

Auch diese Aussage wird durch vollständige Induktion bewiesen. Für $t = 1$ ist die Aussage wegen (A-4) offensichtlich wahr. Der Induktionsschritt folgt aus:

$$\sum_{j=1}^n (m_j^{(t-1)} \frac{d s_{ji}(y)}{d y}) = \sum_{j \in M^{(t-1)}} (m_j^{(t-1)} \frac{d s_{ji}(y)}{d y}) + \sum_{j \notin M^{(t-1)}} (m_j^{(t-1)} \frac{d s_{ji}(y)}{d y})$$

Wegen (A-3) und $m_i^{(0)} \leq 1$ ist dieser Ausdruck jedenfalls nicht größer als 1. Aus der Induktionsvoraussetzung $m_i^{(t-1)} < 1$ für $i \in M^{(t-1)}$ folgt, daß dieser Ausdruck sogar echt kleiner als 1

ist, wenn bei beliebig vorgegebenen y zumindest für einige $j \in M^{(t-1)}$ die Ableitung $\frac{d s_{ji}(y)}{d y}$

nicht verschwindet. Wenn die Ableitungen dagegen für alle $j \in M^{(t-1)}$ verschwinden, dann kann wegen (A-5) die Voraussetzung $i \in M^{(t)}$ nur erfüllt sein, wenn auch $i \in M^{(t-1)}$ gilt. Rekursive Anwendung dieses Argumentes ergibt schließlich $i \in M^{(0)}$. Da $m_j^{(t-1)} \leq 1$ auch für $j \notin M^{(t-1)}$, folgt der Induktionsschritt dann unmittelbar aus (A-4).

Außerdem benötigt man noch

Lemma 2:

Für stetig differenzierbare Funktionen $f_i(y)$ und beliebige y und \tilde{y} gibt es ein y^* unabhängig von i , so daß gilt:

$$\sum_{i=1}^n |f_i(y) - f_i(\tilde{y})| \leq \sum_{i=1}^n \left| \frac{d f_i(y^*)}{d y^*} \right| |y - \tilde{y}|$$

Beweis von Lemma 2:

Sei A die Indexmenge, für die der Ausdruck auf der linken Seite zwischen den Absolutzeichen positiv und B die Indexmenge, für die dieser Ausdruck negativ ist. Mit

$$g(y) = \sum_{i \in A} f_i(y) - \sum_{i \in B} f_i(y)$$

folgt dann aus dem Mittelwertsatz, daß ein y^* existiert mit:

$$\sum_{i=1}^n |f_i(y) - f_i(\tilde{y})| = g(y) - g(\tilde{y}) = \frac{dg(y^*)}{dy^*} (y - \tilde{y}) \leq \sum_{i=1}^n \left| \frac{df_i(y^*)}{dy^*} \right| |y - \tilde{y}|$$

Beweis des Hauptsatzes:

Betrachte die komponentenweise durch

$$(A-6) \quad F_i(y) = x_i + \sum_{j=1}^n s_{ij}(y_j)$$

definierte Abbildung $F(\cdot)$ des \mathbb{R}^n in sich und die durch $y^{(k+1)} = F(y^{(k)})$ gegebene Vektorfolge. Gezeigt wird die Konvergenz dieser Vektorfolge, wobei der Grenzwert ein Fixpunkt dieser Abbildung $F(\cdot)$ ist und damit das Gleichungssystem (A-1) löst. Dazu ist im folgenden eine Erweiterung gegenüber dem Fixpunktsatz von Breuer erforderlich, da die Abbildung $F(\cdot)$ unter Umständen erst nach t -facher Anwendung auf sich selber stark kontrahierend ist.

Zunächst kann gezeigt werden:

$$(A-7) \quad \sum_{i=1}^n |y_i^{(k+t)} - y_i^{(k+t+1)}| \leq \sum_{i=1}^n m_i^{(t)} |y_i^{(k)} - y_i^{(k+1)}|$$

Für $t = 1$ folgt aus $y^{(k+1)} = F(y^{(k)})$ und (A-6):

$$\sum_{i=1}^n |y_i^{(k+1)} - y_i^{(k+2)}| \leq \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n |s_{ij}(y_i^{(k)}) - s_{ij}(y_i^{(k+1)})|$$

Vertauschen der Summenzeichen und anschließende Anwendung von Lemma 2 für jedes j getrennt ergibt:

$$\begin{aligned} \sum_{i=1}^n |y_i^{(k+1)} - y_i^{(k+2)}| &\leq \sum_{j=1}^n \left(\sum_{i=1}^n \frac{\mathbf{d} s_{ij}(y_j^*)}{\mathbf{d} y_j^*} \right) |y_i^{(k)} - y_i^{(k+1)}| \\ &\leq \sum_{j=1}^n m_j^{(1)} |y_j^{(k)} - y_j^{(k+1)}| \end{aligned}$$

Der Schritt nach t , wenn für $t - 1$ die Gültigkeit von (A-7) vorausgesetzt werden kann, folgt analog:

$$\begin{aligned} \sum_{i=1}^n |y_i^{(k+t)} - y_i^{(k+t+1)}| &\leq \sum_{i=1}^n m_i^{(t-1)} |y_i^{(k+1)} - y_i^{(k+2)}| \\ &\leq \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n m_i^{(t-1)} |s_{ij}(y_j^{(k)}) - s_{ij}(y_j^{(k+1)})| \\ &\leq \sum_{j=1}^n \left(\sum_{i=1}^n m_i^{(t-1)} \frac{\mathbf{d} s_{ij}(y_j^*)}{\mathbf{d} y_j^*} \right) |y_j^{(k)} - y_j^{(k+1)}| \\ &\leq \sum_{j=1}^n m_j^{(t)} |y_j^{(k)} - y_j^{(k+1)}| \end{aligned}$$

Damit ist (A-7) gezeigt. Unter Verwendung der Norm $\|y - \tilde{y}\| = \sum_{j=1}^n |y_j - \tilde{y}_j|$ folgt aus (A-7) wegen $m_i^{(1)} \leq 1$:

$$(A-8) \quad \|y^{(k+1)} - y^{(k+2)}\| \leq \|y^{(k)} - y^{(k+1)}\|$$

Gemäß Voraussetzung gibt es außerdem ein endliches t , so daß $M^{(t)} = \{1, \dots, n\}$. Wegen Lemma 1 existiert daher ein $c < 1$, so daß $m_i^{(t)} \leq c$ für alle i . Aus (A-7) folgt für dieses t somit auch:

$$(A-9) \quad \|y^{(k+t)} - y^{(k+t+1)}\| \leq c \|y^{(k)} - y^{(k+1)}\|$$

Schließlich ist zu zeigen, daß die Folge $y^{(k)}$ eine Cauchy-Folge ist, die aufgrund der Vollständigkeit von \mathbb{R}^n konvergiert, d.h. für beliebig kleines ε gibt es ein $N(\varepsilon)$, so daß $|y^{(k)} - y^{(m)}| < \varepsilon$ für alle $m > k > N(\varepsilon)$ gilt. Wird eine natürliche Zahl r so gewählt, daß $rt \geq m - k$ gilt, dann hat man bei wiederholter Anwendung von (A-9) folgende Abschätzung:

$$\begin{aligned} |y^{(k)} - y^{(m)}| &\leq |y^{(k)} - y^{(k+1)}| + |y^{(k+1)} - y^{(k+2)}| + \dots + |y^{(m-1)} - y^{(m)}| \\ &\leq \sum_{j=1}^r (|y^{(k+(j-1)t)} - y^{(k+(j-1)t+1)}| + |y^{(k+(j-1)t+1)} - y^{(k+(j-1)t+2)}| \\ &\quad + \dots + |y^{(k+jt-1)} - y^{(k+jt)}|) \\ &\leq (|y^{(k)} - y^{(k+1)}| + \dots + |y^{(k+t-1)} - y^{(k+t)}|) (1 + c + \dots + c^r) \end{aligned}$$

Werden die t Summanden in der ersten runden Klammer mit Hilfe von (A-8) sowie außerdem die geometrische Reihe in der zweiten Klammer abgeschätzt, dann ergibt sich:

$$|y^{(k)} - y^{(m)}| \leq |y^{(k)} - y^{(k+1)}| t (1 - c)^{-1}$$

Mit Hilfe einer natürlichen Zahl s , die $k - st < t$ erfüllt, folgt endlich aus s -facher Anwendung von (A-9):

$$|y^{(k)} - y^{(m)}| \leq |y^{(k-st)} - y^{(k+1-st)}| c^s t (1 - c)^{-1}$$

Der Ausdruck geht gegen Null, da bei ausreichend großen k auch s alle Grenzen überschreitet.

Die Eindeutigkeit des Fixpunktes muß dagegen nicht extra gezeigt werden, da die Lösung zugleich Fixpunkt der t -fachen Anwendung von $F(\)$ auf sich selber ist und auf die t -fache Anwendung der Fixpunktsatz wegen (A-9) direkt anwendbar ist.

Bemerkung:

Beruhend auf den internen Verflechtungsbeziehungen auf Eigenkapitalbeteiligungen, dann gilt

$\frac{d s_{ij}(y)}{d y} = a_{ij} =$ Kapitalanteil der Unternehmung i an der Unternehmung j . Die Menge $M^{(1)}$

enthält dann alle Gesellschaften, deren Kapitalanteile nicht alle innerhalb des Systems gehalten werden. Für $t > 1$ sind in $M^{(t)}$ zusätzlich die Gesellschaften enthalten, an denen außenstehende Anteilseigner eine indirekte Beteiligung halten. Eine Lösung von (A-1) existiert, wenn $M^{(t)}$ für ausreichend großes t alle Gesellschaften umfaßt.

Anhang B

Sei x eine Zufallsvariable mit nichtnegativen Wertebereich, Dichte $f(x)$ und Verteilungsfunktion $F(x)$. Dann gilt:

$$\begin{aligned} E(\min(x,B)) &= B + E(\min(x-B,0)) \\ &= B + \int_0^B (t-B) f(t) dt \end{aligned}$$

Partielle Integration liefert schließlich:

$$\begin{aligned} E(\min(x,B)) &= B + (t-B) F(t) \Big|_{t=0}^{t=B} - \int_0^B F(t) dt \\ &= B - \int_0^B F(t) dt \end{aligned}$$

Anhang C

Zu zeigen ist für $i, j = 1, 2$:

$$\begin{aligned} \int_0^{B_i} P(x_i + a_{ij} R_j < t) dt &= \int_0^{B_i} P(x_i < t, x_j < B_j + (B_i - t)/a_{ij}) dt \\ &= \int_0^{B_i} F(t, B_j + (B_i - t)/a_{ij}) dt \end{aligned}$$

Die Aussage folgt, wenn $a_{ij} R_j = a_{ij} \max(x_j - B_j, 0) = x_2$ gesetzt wird, wegen $R_j = \max(x_j + a_{ji} R_i - B_j, 0)$ und $R_i = 0$ für $x_i + a_{ij} R_j < B_i$ aus folgendem Lemma:

Lemma:

Sei (x_1, x_2) eine zweidimensionale Zufallsvariable mit jeweils nichtnegativen Wertebereichen, Dichte $f(x_1, x_2)$ und Verteilungsfunktion $F(x_1, x_2)$. Dann gilt:

$$\int_0^B P(x_1 + x_2 < t) dt = \int_0^B P(x_1 < t, x_2 < B - t) dt = \int_0^B F(t, B - t) dt$$

Beweis:

Es gilt

$$\begin{aligned} \int_0^B P(x_1 + x_2 < t) dt &= \int_0^B P(x_1 < t - x_2, x_2 < t) dt \\ &= \int_0^B \int_0^t \int_0^{t-r_2} f(r_1, r_2) dr_1 dr_2 dt \end{aligned}$$

Substituiert man $s = t - r_2$ für t , dann wird der Bereich $0 \leq t < B$; $0 \leq r_2 < t$ in den Bereich $0 \leq s < B$; $0 \leq r_2 < B - s$ transformiert. Man erhält also:

$$\begin{aligned} \int_0^B P(x_1 + x_2 < t) dt &= \int_0^B \int_0^{B-s} \int_0^s f(r_1, r_2) dr_1 dr_2 ds \\ &= \int_0^B P(x_1 < s, x_2 < B - s) ds \end{aligned} \quad \text{Q.E.D}$$

Anhang D

Gegeben seien zwei verschiedene Verteilungsfunktionen $F(x)$ und $G(x)$. Wenn für beliebiges B immer

$$(D-1) \quad \int_0^B (G(t) - F(t)) dt \geq 0$$

gilt und $h(t)$ eine nichtsteigende Funktion mit nichtnegativen Wertebereich ist, dann gilt für beliebiges B auch:

$$(D-2) \quad \int_0^B (G(t) - F(t)) h(t) dt \geq 0$$

Beweis (durch Widerspruch):

Sei

$$0 > \int_0^B (G(t) - F(t)) h(t) dt$$

Dann gibt es bei einer ausreichend feinen Zerlegung $0 = x_0 < x_1 < \dots < x_{n-1} < x_n = B$ des Intervalls $[0, B]$ eine Approximation von $h(t)$ durch eine Treppenfunktion $t(x)$ mit $t(x) = h(x_{i-1})$ für $x \in [x_{i-1}, x_i]$, so daß ebenfalls gilt:

$$\begin{aligned} 0 > \sum_{i=1}^n \int_{x_{i-1}}^{x_i} (G(t) - F(t)) h(x_{i-1}) dt \\ = \sum_{i=1}^{n-1} (h(x_{i-1}) - h(x_i)) \int_0^{x_i} (G(t) - F(t)) dt + h(x_{n-1}) \int_0^{x_n} (G(t) - F(t)) dt \end{aligned}$$

Wegen $0 \leq h(x_{i-1}) - h(x_i)$ und (D-1) jeweils für $B = x_i$ kann der letzte Ausdruck aber nicht negativ sein. Die angegebene Gleichheitsbeziehung kann durch eine etwas längere, aber vollkommen elementare Rechnung, die hier weggelassen wurde, leicht überprüft werden. Q.E.D.

Anhang E

Betrachtet werden zwei miteinander verflochtene Gesellschaften, an denen insgesamt n Hauptgesellschafter beteiligt sind und sich außerdem jeweils ein bestimmter Kapitalanteil im Streubesitz befindet. Das Abstimmungsverhalten eines Hauptgesellschafters A_i sei für den Wahlausgang entscheidend, wenn die fragliche Entscheidung von einer bestimmten Koalition aus Hauptgesellschaftern S , die A_i nicht enthält, sowie außerdem jeweils von einem Bruchteil $t_1 \in I_1$ bzw. $t_2 \in I_2$ des an beiden Gesellschaften beteiligten Streubesitzes unterstützt wird. Die kritischen, möglicherweise auch leeren Bereiche I_1 und I_2 sind dabei jeweils in Abhängigkeit von der Koalition S gegeben.

Zunächst sei davon ausgegangen, daß sich der an der ersten Gesellschaft beteiligte Streubesitz aus unendlich vielen Anteilseignern und der an der zweiten Gesellschaft beteiligte Streubesitz aus m Anlegern zusammensetzt. Bevor der Grenzübergang $m \rightarrow \infty$ durchgeführt wird, gibt es also insgesamt $n + m$ Hauptgesellschafter. Bezeichne s wieder die Anzahl der Elemente in S und $r \leq m$ die Anzahl der Elemente in einer Teilmenge R aus dem an der zweiten Gesellschaft beteiligten Streubesitz. Aus der Anwendung von Gleichung (4.2-2) folgt offensichtlich unmittelbar, wenn beim zweiten Summenzeichen über alle Teilmengen R mit $\frac{r}{m} \in I_2$ summiert wird:

$$\varphi_i = \sum_S \sum_R \int_{I_1} t^{s+r} (1-t)^{n+m-s-r-1} dt$$

Da es genau $\binom{m}{r}$ verschiedene Teilmengen mit r Elementen gibt, folgt:

$$\varphi_i = \sum_S \sum_{\substack{r=0 \\ \text{mit } r/m \in I_2}}^m \binom{m}{r} \int_{I_1} t^{s+r} (1-t)^{n+m-s-r-1} dt$$

Nun ist $\binom{m}{r} t^r (1-t)^{m-r}$ die Wahrscheinlichkeit dafür, bei m Versuchen genau r Treffer zu erzielen, wenn die Trefferwahrscheinlichkeit durch t gegeben ist. Somit ist

$$\sum_{\substack{r=0 \\ \text{mit } r/m \in I_2}}^m \binom{m}{r} t^r (1-t)^{m-r}$$

die Wahrscheinlichkeit dafür, daß die durchschnittliche Trefferquote r/m im Intervall I_2 liegt. Für $m \rightarrow \infty$ erhält man also, da die durchschnittliche Trefferquote gegen die Trefferwahrscheinlichkeit t konvergiert:

$$\lim_{m \rightarrow \infty} \sum_{\substack{r=0 \\ \text{mit } r/m \in I_2}}^m \binom{m}{r} t^r (1-t)^{m-r-1} \rightarrow \begin{cases} 1 & \text{für } t \in I_2 \\ 0 & \text{für } t \notin I_2 \end{cases}$$

Es folgt also schließlich:

$$\varphi_i = \sum_S \int_{I_1 \cap I_2} t^s (1-t)^{n-s-1} dt$$

Q.E.D.

Anhang F

Gegeben sei ein Investitionsprojekt mit einer Anfangsauszahlung I und stochastischen zukünftigen Rückzahlungen, wobei die Zahlung im Zeitpunkt t durch eine Zufallsvariable x_t gegeben ist. Außerdem existieren zustandsabhängige Preise $p_t(\theta)$ dafür, im Zeitpunkt t bei Eintritt des Umweltzustandes θ genau $(1+i)^t$ Geldeinheiten zu erhalten, deren Summe über alle Umweltzustände – weil dann 1 Geldeinheit sicher angelegt wird – genau 1 ergibt. D.h. die $p_t(\theta)$ können als fiktive Wahrscheinlichkeiten angesehen werden, mit denen so gerechnet werden kann, als ob allseitige Risikoneutralität vorliegen würde. Dann ist der Ertragswert im Zeitpunkt t bei einem Zins i für sichere Anlagen wie folgt als diskontierter Erwartungswert definiert:

$$EW_t = \frac{E(x_{t+1})}{1+i} + \frac{E(x_{t+2})}{(1+i)^2} + \dots$$

Besteuert im Zeitpunkt t wird wieder die Differenz zwischen Anfangs- und Endvermögen, wobei das Anfangsvermögen durch EW_{t-1} gegeben ist und sich das Endvermögen aus der freigesetzten Zahlung x_t und dem neuen Ertragswert EW_t zusammensetzt. Für die Bemessungsgrundlage BG_t der Steuerschuld gilt also:

$$\begin{aligned} BG_t &= x_t + EW_t - EW_{t-1} \\ &= x_t + EW_t - (1+i)EW_{t-1} + iEW_{t-1} \\ &= x_t - E(x_t) + iEW_{t-1} \end{aligned}$$

Bei einem Steuersatz s ist die Steuerschuld $s BG_t$ also eine stochastische Größe mit Erwartungswert $s i EW_{t-1}$. Da also wieder die sichere Verzinsung der Ertragswerte besteuert wird, kann man den für den Fall eines sicheren Zahlungsstromes bekannten, durch (5.2-2) gegebenen Zusammenhang unmittelbar übertragen, indem einfach die Zahlungshöhen durch die ent-

sprechende Erwartungswerte ersetzt werden. Für den Kapitalwert unter Berücksichtigung von Steuern gilt also:

$$\begin{aligned}
 \text{KW} &= -I + \frac{E(x_1 - s \text{BG}_1)}{1 + i(1 - s)} + \frac{E(x_2 - s \text{BG}_2)}{(1 + i(1 - s))^2} + \dots \\
 &= -I + \frac{E(x_1) - s i \text{EW}_1}{1 + i(1 - s)} + \frac{E(x_2) - s i \text{EW}_2}{(1 + i(1 - s))^2} + \dots \\
 &= -I + \frac{E(x_1)}{1 + i} + \frac{E(x_2)}{(1 + i)^2} + \dots
 \end{aligned}$$

Q.E.D.

Literatur

Adams, H. (1990): Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wundersame Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, in: Die Aktiengesellschaft, 35, S.63-78.

Adams, H. (1991): Eigentum, Kontrolle und Beschränkte Haftung, Baden-Baden.

Adler, H./Düring, W./Schmaltz, K. (1995): Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen, 5. Auflage, Stuttgart.

Aghion, P./Bolton, P. (1992): An „Incomplete Contracts“ Approach to Financial Contracting, Review of Economic Studies, 59, S.473-494.

Ahlers, M. (1997): Kursreaktionen deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften bei Ankündigung und Durchführung eines Equity Carve Outs. Eine empirische Studie, Diplomarbeit an der Universität Würzburg.

Akerlof, G.A. (1970): The Market for Lemmons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, 84, S.488-500.

Alchian, A./Demsetz, H. (1972): Production, Information Costs and Economic Organization, in: American Economic Review, S.777-795.

Asquith, P./Mullins, D.W. (1986): Equity Issues and Offering Dilution, in: Journal of Financial Economics, 15, S.61-89.

Banzhaf, J.F. (1965): Weighted Voting Doesn't Work: A Mathematical Analysis, Rutgers Law Review, 19, S.317-343.

Baums, T. (1996): Spartenorganisation, Tracking Stocks und deutsches Aktienrecht, in: Ebenroth/Hesselberger/Rinne (Hrsg.), Verantwortung und Gestaltung, Festschrift für K.Boujong, S.19ff.

Baums, T./Vogel, H.-G. (1998): Die konzerntypischen Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung, in: Lutter, M./Scheffler, E./Schneider, U.H. (Hrsg.): Handbuch der Konzernfinanzierung, S.247-287.

Bebchuk, L.A. (1994): Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control, in: Quarterly Journal of Economics, 109, S.957-993.

Bebchuk, L.A. (1989): Takeover Bids below the Expected Value of Minority Shares, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 24, S.171-184.

Bebchuk, L.A. (1993): Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control, Discussion Paper No. 136, Program in Law and Economics, Harvard Law School.

Bernholz, P./Breyer, F. (1994): Grundlagen der politischen Ökonomie, Band 2, Ökonomische Theorie der Politik, 3. Auflage, Tübingen.

Binder, C.U. (1994): Beteiligungsstrategien in der Konzernpraxis, in: Die Aktiengesellschaft, 39, S. 391-396.

Bingham, N. H./ Kiesel, R. (1998): Risk-Neutral Valuation, Pricing and Hedging of Financial Derivatives.

Black, F./Scholes, M. (1973): The Pricing of Options and Corporate Liabilities, in: Journal of Political Economy, S.649ff.

Böcking, H.-J. (1994): Das Verbundberücksichtigungsprinzip als Grundsatz ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung, in: W. Ballwieser, H.-J. Böcking, J. Drukarczyk, R.H. Schmidt (Hrsg.), Bilanzrecht und Kapitalmarkt, Festschrift zum 65. Geburtstag von Adolf Moxter, S.1407-1434.

Brakmann, H. (1993): Aktienemissionen und Kurseffekte, Wiesbaden.

Brauer, U.G.H. (1993): Die Zulässigkeit der Ausgabe von sogenannten „Tracking Stocks“ durch Aktiengesellschaften nach deutschem Aktienrecht, in: Die Aktiengesellschaft, S.324ff.

Breuer, W. (1993): Finanzintermediation und Kapitalmarktgleichgewicht, Wiesbaden.

Breuer, W. (1994): Finanzintermediation und Wiederverhandlung, in: Kredit und Kapital, S.291-309.

Buchanan, J.M./Tullock, G. (1962): The Calculus of Consent. Logical Foundations of Constitutional Democracy, Ann Arbor.

Bühner, R. (1990): Unternehmenszusammenschlüsse, Stuttgart.

Bühner, R. (1992): Management-Holding - Unternehmensstruktur der Zukunft, Landsberg/Lech.

Bühner, R. (1996): Die Größe von Konzernzentralen, in: Zeitschrift für Organisation, S.227-236.

Busse von Colbe, W. (1988): Aktuelle Fragen der Konzernverfassung aus betriebswirtschaftlicher Sicht, in: Helbling, C./Boemle, M./Glaus, B.U. (Hrsg.): Revision und Rechnungslegung im Wandel, Festschrift für A. Zünd, S.245-255.

Busse von Colbe, W./Ordelheide, D. (1993): Konzernabschlüsse, 6. Auflage, Wiesbaden.

Cass, D./Stiglitz, J.E. (1970): The Structure of Investor Preferences and Asset Returns, and Separability in Portfolio Allocation, in: Journal of Economic Theory, 2, S.122-160.

Cheung, S. (1983): The Contractual Nature of the Firm, in: Journal of Law and Economics, 26, S. 1-21.

Coase, R.H. (1960): The Problem of Social Cost, in: Journal of Law and Economics, 3, S.1-44.

Cooney/Kaley(1993): Positive Information from Equity Issue Announcements, in: Journal of Financial Economics, S.149-172.

- Copeland, T./Weston, F.J. (1994). *Financial Theory and Corporate Policy*, 4. Auflage, Reading (Mass.).
- Cox, J.C./Rubinstein, M. (1985): *Options Markets*, Englewood Cliffs.
- De Angelo, H. (1981): Competition and Unanimity, in: *American Economic Review*, 71, S.18-27.
- Debus, C. (1990): *Haftungsregelungen im Konzernrecht. Eine ökonomische Analyse*, Frankfurt a.M.
- Diamond, D.W. (1984): Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies*, S. 393-414.
- Dietl, H. (1996): *Organizational Response to Capital Market Inefficiencies. Germany, Japan and the United States in Comparison*, Habilitationsschrift Universität München.
- Drukarczyk, J. (1973): Zum Problem der angemessenen Barabfindung bei zwangsweise auscheidenden Anteilseignern, in: *Die Aktiengesellschaft*, 18, S.357-365.
- Easterbrook, F.H./Fischel, D.R. (1982a): Corporate Control Transactions, in: *Yale Law Journal*, 91, S.698ff.
- Easterbrook, F.H./Fischel, D.R. (1982b): Auctions and Sunk Costs, in: *Stanford Law Review*, S.1ff.
- Easterbrook, F.H./Fischel, D.R. (1983): Voting in Corporate Law, in: *Journal of Law and Economics*, 26, S.395-427.
- Easterbrook, F.H./Fischel, D.R. (1985): Limited Liability and the Corporation, in: *The University of Chicago Law Review*, 52, S.89-117.
- Easterbrook, F.H./Fischel, D.R. (1991): *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (Mass.).
- Elschen, R. (1988): Getrennter Handel von Kapitalanteilen und Stimmrechten?, in: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, S.1009-1036.
- Emmerich, V. /Sonnenschein, J. (1997): *Konzernrecht*, 6. Auflage, München.
- Engels, W. (1993): Wozu braucht man noch Banken?, in: *bank und markt*, Heft 4, S. 17-22.
- Engels, W.(1995): Ein doppeltes Finanzsystem, in: *Wirtschaftswoche*, Heft 18, S. 158.
- Eucken, W. (1975): *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*, 5. Auflage.
- Ewert, R. (1984): Zur Beziehung zwischen Investitionsvolumen, Fremdfinanzierung und Bilanzkennzahlen, *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 36, S.825-841.
- Ewert, R. (1986): *Rechnungslegung, Gläubigerschutz und Agency-Probleme*, Wiesbaden.

Fehl, U./ Oberender, P. (1986): Unternehmensverfassung, Kapitalmarktordnung und Wettbewerb: Zum Einfluß gesellschaftsrechtlicher Dimensionen der Kapitalmarktordnung auf den Wettbewerbsprozess, in: Leipold/ Schüller (Hrsg.): Zur Interdependenz von Unternehmens- und Wirtschaftsordnung, S. 137-151.

Feltgen, T.(1998): Veränderte Machtverteilung im Ministerrat nach der EU-Erweiterung, in: Wirtschaftsdienst. Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, S.371-376.

Fischer, O.E./ Zechner, J. (1990): Die Lösung des Risikoanreizproblems durch Ausgabe von Optionsanleihen, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 42, S. 334-342.

Fisher, I. (1930): The Theory of Interest, New York.

Franke, G. (1983): Kapitalmarkt und Separation, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 53, S.239-260.

Franke, G. / Hax, H. (1994): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 3. Auflage, Berlin u.a.

Franks, J./Harris, R./Titman, S. (1991): The Postmerger Share-price Performance of Acquiring Firms, in: Journal of Financial Economics, S.81-96.

Franks, J.R./Harris, R.S./Mayer, C. (1988): Means of Payment in Takeovers. Results for the United Kingdom and the United States, in: Auerbach(Hrsg.), Corporate Takeovers: Causes and Consequences, Chicago u.a.

Freygang, W. (1993): Kapitalallokation im diversifizierten Unternehmen, Wiesbaden.

Gaida, S. (1998): Bewertung von Krediten mit Optionspreisansätzen, in: Die Bank, Zeitschrift für Bankpolitik und Bankpraxis, S.180-184.

Geiger, A. (1993): Ökonomische Analyse des Konzernhaftungsrechts, Bergisch-Gladbach/Köln.

Georgi, A. (1986): Steuern in der Investitionsplanung. Eine Analyse der Entscheidungsrelevanz von Ertrags- und Substanzsteuern, Hamburg.

Görling, H. (1993): Die Verbreitung zwei- und mehrstufiger Unternehmensverbindungen, in: Die Aktiengesellschaft, 38, S. 538-547.

Green, R.C. (1984): Investment Incentives, Debt, and Warrants, in: Journal of Financial Economics, 13, S.115-136.

Grossman, S.J./Hart, O.D. (1980a): Takeover-Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation, in: Bell Journal of Economics, 11, S.42-64.

Grossman, S.J./Hart, O.D. (1980b): Disclosure Laws and Takeover Bids, in: Journal of Finance, 35, S.323-334.

- Grossman, S.J./Hart, O.D. (1988): One Share –One Vote and the Market for Corporate Control, in: *Journal of Financial Economics*, 20, S.175-202.
- Hanoch, G./Levy, H. (1969): The Efficiency Analysis of Choices Involving Risk, in: *Review of Economic Studies*, S. 335-346.
- Harris, M./ Raviv, A. (1991): The Theory of Captal Strucure, in: *Journal of Finance*, 46, S. 297-355.
- Harris, M./Raviv, A. (1988): Corporate Governance. Voting Rights and Majority Rules, in: *Journal of Financial Economics*, 20, S.203-235.
- Harris, M./Raviv, A. (1989): The Design of Securities, in: *Journal of Financial Economics*, 24, S.255-287.
- Hart, O. (1995): *Firms, Contracts; and Financial Strucure*, Oxford.
- Hartmann-Wendels, T./von Hinten, P. (1989): Markwert von Vorzugsaktien, in: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 41, S.263-293.
- Hasselmann, H. (1997): *Going Public von Tochtergesellschaften*, Sternenfels u.a.
- Hayek, F.A. v. (1967): The Corporation in a Democratic Society: In whose Interest ought it to and will it be run?, in: von Hayek: *Studies in Philosophy; Politics and Economics*, S.300ff.
- Hecker, R./Wenger, E. (1995): Der Schutz von Minderheiten im Vertragskonzern. Ein Betriebsunfall des Aktienrechts, in: *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, S.321-341.
- Hennigs, R. (1995): *Börseneinführung von Tochtergesellschaften – Entscheidungsproblem im Konzern*, Wiesbaden.
- Herkenroth, K.E. (1994): *Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und Übernahmerecht. Rechtsvergleichende Untersuchungen der Allokationseffizienz unterschiedlicher Spielregeln von Unternehmensübernahmen*, Berlin.
- Hirschman, A.O. (1970): *Exit, Voice, and Loyalty*, Cambridge (Mass.).
- Hirte, H. (1986): *Bezugsrechtsausschluß und Konzernbildung*, Köln u.a.
- Hoffmann, F. (1993): *Handbuch Konzern*, Wiesbaden.
- Holler, M.J./Illing, G. (1996): *Einführung in die Spieltheorie*, 3.Auflage, Berlinu.a.
- Holmström, B./Milgrom, P. (1987): Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives, *Econometrica*, 55, S.303-328.
- Holmström, B./Milgrom, P. (1991). Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design, in: *Journal of Law, Economics, and Organization*, 7, S.24-52.

Hommelhoff, P. (1992): Praktische Erfahrungen mit dem Abhängigkeitsbericht, in: Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht, S.295ff.

Hötzel, O. (1997): Unternehmenskauf und Steuern, Düsseldorf.

Illing, G. (1997): Theorie der Geldpolitik. Eine spieltheoretische Einführung, Berlin u.a.

Jensen, M. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, in: American Economic Review, 76, S.323-329.

Jensen, M. (1988): Takeovers: Their Causes and Consequences, in: Journal of Political Economy, 96, S.21-48.

Jensen, M./ Meckling, W. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior; Agency Costs, and Capital Structure, in: Journal of Financial Economics, 3, S. 305-360.

Kaserer, C. (1993): Optionsmärkte und Risikoallokation.

Kirchner, C. (1985): Ökonomische Überlegungen zum Konzernrecht, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, S. 214-234.

Kirchner, C./Ehrlicke, U. (1998): Funktionsdefizite des Übernahmekodex, in: Die Aktiengesellschaft, S.105-116.

Knoll, H.-C. (1992): Die Übernahme von Kapitalgesellschaften – Unter besonderer Berücksichtigung des Schutzes von Minderheitsaktionären nach amerikanischem, englischem und deutschem Recht, Baden-Baden.

Knoll, L. (1998): Besteuerung von Stock options als Beispiel für Effizienzschranken anreizkompatibler Entlohnungsformen, in: Kossbiel (Hrsg.), Modellgestützte Personalentscheidungen, S.51-72.

Koppensteiner, H.G. (1987): Kommentar zu §§ 291-328 Aktiengesetz, in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Auflage, Band 6, 1. Lieferung.

Kruschwitz, L. (1991): Relevanz der Kapitalstruktur. Der Einfluß von Steuern und Konkurskosten, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, S.176-180.

Kübler, F. (1994): Gesellschaftsrecht, Heidelberg.

Kübler, F./ Schmidt, R. H. (1988): Gesellschaftsrecht und Konzentration, Berlin.

Kürsten, W. (1994): Finanzkontrakte und Risikoanreizproblem. Mißverständnisse im informationsökonomischen Ansatz der Finanztheorie, Wiesbaden.

Lehmann, M. (1986): Das Privileg der beschränkten Haftung und der Durchgriff im Gesellschafts- und Konzernrecht, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 15, S.345-370.

Linnhoff, U./Pellens, B. (1987): Ausschüttungspolitik deutscher Konzerne, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 39, S. 987-1006.

- Löffler, E. (1991): Der Konzern als Finanzintermediär, Wiesbaden.
- Lutter, M./Scheffler, E./Schneider, U.H. (Hrsg.) (1998): Handbuch der Konzernfinanzierung, Köln.
- Manne, H.G. (1965): Mergers and the Market of Corporate Control, in: Journal of Political Economy, 73, S.110-120.
- Masulis, R.W./Korwar, A.N. (1986): Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation, in: Journal of Financial Economics, 15, S.91-118.
- Michalski, L., F.Zeidler(1996): Die Ausgleichshaftung im qualifiziert faktischen Konzern - Eine Analyse für die Praxis, in: Neue juristische Wochenschrift, S.224 - 229.
- Mikkelson, W.H./Partch, M.M. (1986): Valuation of Securita Offerings and the Issuance Process, in: Journal of Financial Economics, 15, s.31-60.
- Milnor, J./Shapley, L. (1961): Values of Large Games II: Oceanic Games, in: Mathematics of Operations Research, Vol. 3 No. 4, 1978, S.290-307.
- Modigliani, F./Miller, M.H. (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: American Economic Review, 48, S. 261-297.
- Monissen, H.G./Wenger, E. (1986): Specific Human Capital and Collective Codetermination Rights, in: Pethig/Schlieper (Hrsg.), Efficiency, Institutions, and Economic Policy, S.127-148.
- Morck, R./Shleifer, A./Vishny, R.W. (1989): Alternative Mechanisms for Corporate Control, in: American Economic Review, S.842-852.
- Morgenstern, D. (1968): Einführung in die Wahrscheinlichkeitstheorie und mathematische Statistik, Berlin u.a.
- Mueller, D.C. (1989): Public Choice II, Cambridge u.a.
- Mülbert, P.O. (1996): Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 2. Auflage, München.
- Musiela, M./Rutkowski, M.(1997): Martingale Methods in Financial Modelling.
- Myers, S.C. (1977): Determinants of Corporate Borrowing, in: Journal of Financial Economics, 5, S.147-175.
- Myers, S.C. (1990): Still Searching for Optimal Capital Structure, Keynote Address at the French Finance Association, Paris 1990.
- Myers, S.C./Majluf, N.S. (1984): Corporate Financing and Investment Decisions when when Firms have Information that Investors do not have, in: Journal of Financial Economics, 13, S. 187-221.
- Myerson, R.B. (1991): Game Theory, Cambridge (Mass.) u.a.

- Nanda, V. (1991) On the Good News in Equity Carve Outs, in: Journal of Finance, S. 1717-1737.
- Narayanan, M.P. (1988): Debt versus Equity under Asymmetric Information, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 23, S. 39-51.
- Nathan, K.S./O'Keefe, T.B. (1989): The Rise in Takeover Premiums, in: Journal of Financial Economics, S.101-119.
- Neus, W. (1989): Ökonomische Agency-Theorie und Kapitalmarktgleichgewicht, Wiesbaden.
- Nick, A. (1994): Börseneinführung von Tochtergesellschaften, Wiesbaden.
- Nippel, P. (1992): Reputation auf Kreditmärkten. Ein spieltheoretischer Erklärungsansatz, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 44, S.990-1011.
- Noe, T.H. (1988): Capital Structure and Signalling Game Equilibria, in: Review of Financial Studies, 1, S. 331-355.
- Noll, B. (1992): Haftungsbeschränkungen im Konzern, eine ökonomische Analyse, in: Ordo, 43, S. 205-235.
- Ordelheide, D. (1986): Der Konzern als Gegenstand betriebswirtschaftlicher Forschung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, S. 293-312.
- Ordelheide, D. (1987): Konzernerfolgskonzeptionen und Risikokoordination, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 39, S.975-986.
- Padberg, M. (1995): Der Einfluß von Kapitalerhöhungen auf den Marktwert deutscher Aktien. Eine empirische Analyse, Köln.
- Pellens, B. (1993): Börseneinführung von Tochterunternehmen. Aktienmarktreaktionen für die Performance des Mutterunternehmens, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 45, S. 850-872.
- Pellens, B. (1994): Aktionärsschutz im Konzern. Empirische und theoretische Analyse der Reformvorschläge der Konzernverfassung, Wiesbaden.
- Pellens, B. (1996): Die Berücksichtigung von Aktionärsinteressen bei der Gewinnverwendung im Konzern, in: Elschen, R. (Hrsg.), Unternehmenssicherung und Unternehmensentwicklung, S.161-191.
- Pellens, B.(1997): Marktwertorientiertes Beteiligungscontrolling, in: Der Betrieb, S.1933-1939.
- Pfaff, D. (1989). Gewinnverwendungsregelungen als Instrument zur Lösung von Agency Problemen, Frankfurt a.M.
- Picot, A. (1991): Ein neuer Ansatz zur Gestaltung der Leistungstiefe, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 43, S. 336-359.

- Picot, A./Reichwald, R./Wigand, R.T. (1996): Die grenzenlose Unternehmung, Wiesbaden.
- Prantl, J. (1994): Konzernbildung, Konzernrecht und Minderheitenschutz in Deutschland - Eine ökonomische Analyse, Frankfurt a.M.
- Pütz, P./Willgerodt, H. (1985): Gleiches Recht für Beteiligungskapital, Baden-Baden.
- Raiser, T. (1992): Recht der Kapitalgesellschaften, 2. Auflage, München.
- Rasmusen, E. (1994): Games and Information, 2. Auflage, Cambridge (Mass.) u.a.
- Rau-Bredow, H. (1996): Reputation und wiederholte Spiele, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 25, S.215-217.
- Rau-Bredow, H. (1997): Agency Theorie mit mehreren Aktionen: Anmerkungen zu dem Beitrag von A. Wagenhofer, in: Die Betriebswirtschaft, 57, S.439-442.
- Raupach, A. (1998): Wechselwirkungen der Organisationsstruktur und der Besteuerung multinationaler Konzernunternehmungen, in: Theisen (Hrsg.):, Der Konzern im Umbruch, S.59-168.
- Reul, J. (1991): Die Pflicht zur Gleichbehandlung bei privaten Kontrolltransaktionen, Tübingen.
- Rosenblatt, D.(1957): On Linear Models and the Graphs of Minkowski - Leontief Matrices, in: Econometrica, S.325-338.
- Ross, S. (1978): Mutual Fund Separation in Financial Theory. The Separating Distribution, in: Journal of Economic Theory, 17, S.254-286.
- Rothschild, M./Stiglitz, J.E. (1970): Increasing Risk: I. A Definition, in: Journal of Economic Theory, 2, S.225-243.
- Rothschild, M./Stiglitz, J.E. (1976): Equilibrium in Competitive Insurance Markets: Essays in the Economics of Imperfect Information, in: Quarterly Journal of Economics, 90, S.629-649.
- Rudolph, B. (1984): Kreditsicherheiten als Instrumente zur Umverteilung und Begrenzung von Kreditrisiken, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 36, S. 16-43.
- Rydvist, K. (1987): The Pricing of Shares with Different Voting Power and the Theory of Oceanic Games, Stockholm.
- Schenk, G. (1997a): Ökonomische Analyse des Minderheitenschutzes im Konzern, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 49, S.652-673.
- Schenk, G. (1997b): Konzernbildung, Interessenkonflikte und ökonomische Effizienz, Frankfurt a.M. u.a.
- Schierenbeck, H. (1980): Der Pyramideneffekt im verschachtelten Konzern, in: Die Betriebswirtschaft, S. 249-258.

Schildbach, T. (1993): Der Konzernabschluß als Ausschüttungsbemessungsgrundlage, in: *Wirtschaftsprüfung*, 46, S. 53-63 und 94-98.

Schildbach, T. (1996): *Der handelsrechtliche Konzernabschluß*, 4. Auflage, München.

Schipper, K./Smith, A. (1986): A Comparison of Equity Carve Outs and Seasoned Equity Offerings, in: *Journal of Financial Economics*, 15, S. 153-186.

Schmalenbach, E. (1950): *Die Aktiengesellschaft*, 7. Auflage, Köln.

Schneider, D. (1988): Was verlangt eine marktwirtschaftliche Steuerreform: Einschränkung des Verlust-Mantelkaufs oder Ausweitung des Verlustausgleichs durch handelbare Verlustverrechnungsscheine, in: *Betriebs-Berater*, 43, S.1222-1229.

Schneider, U. H. (1984): Das Recht der Konzernfinanzierung, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 13, S. 497-537.

Schneider, U. H. (1985): Die konzernweite Negativklausel: Ein Beitrag zur Anpassung von Darlehensverträgen und von Anleihebedingungen an die Konzernlage, in: Lutter, M./Mertens, H.J./Ulmer, P.(Hrsg.): *Festschrift für W. Stimpel*, S.887-906.

Schneider, U. H. (1998): Grundsätze und Grundregeln ordnungsgemäßer Konzernfinanzierung? In: Theisen (Hrsg.), *Der Konzern im Umbruch*, S.275-296.

Shapiro, N./Shapley, L. (1961): Values of Large Games I: A Limit Theorem, in: *Mathematics of Operations Research*, Vol.3 No.1, 1978, S.1-9.

Shapley, L. (1953): A Value for n-Person Games, in. *Annals of Mathematical Studies*, 28, S.307-317.

Shapley, L./Shubick, M. (1954): A Method for Evaluating the Distribution of Power in a Committee System, in: *American Political Science Review*, 48, S.787-792.

Sinn, H.-W. (1987): *Capital Income Taxation and Resource Allocation*, Amsterdam u.a.

Sinn, H.-W. (1997): Deutschland im Steuerwettbewerb, in: *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, S.672-692.

Spremann, K. (1987): Agent and Principal, in. Bamberg/Spremann (Hrsg.): *Agency Theory, Information, and Incentives*, S.3-37.

Steiner, M./Natusch, I. (1996): Tracking Stocks – innovatives Instrument der Beteiligungsfinanzierung, in: *Die Bank, Zeitschrift für Bankpolitik und Bankpraxis*, S.580-585.

Stiglitz, J.E. (1976): The Corporation Tax, in: *Journal of Public Economics*, S.303-311.

Stolpe, M. (1997): Forschungsförderung durch steuerrechtliche Abschreibung, in: *List-Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik*, 23, S.51-64.

Stützel, W. (1960): Aktienrechtsreform und Konzentration, in: Arndt, H. (Hrsg.): Die Konzentration in der Wirtschaft, Band 2, Ursachen der Konzentration, Schriften des Vereins für Socialpolitik, NF 20/II, S.907-987.

Swoboda, P. (1994): Betriebliche Finanzierung, 3. Auflage, München.

Taylor, F.W. (1911): The Principles of Scientific Management, New York.

Theisen, M. R. (Hrsg.) (1998): Der Konzern im Umbruch, Stuttgart.

Theisen, M.R. (1991): Der Konzern, Stuttgart.

Tobin, J. (1958): Liquidity Preference as Behavior Toward Risk, in: Review of Economic Studies, 67, S.65-86.

Vagts, D.F. (1988): Konzernrecht in den Vereinigten Staaten, in: J.N. Druey (Hrsg.): Das St. Gallener Konzernrechtsgespräch, S. 31-46.

Vogl-Mühlhaus, C. (1998): Mehrfachstimmrechte. Historische Entstehung, gegenwärtige Verbreitung und ökonomische Bedeutung, Dissertation Universität Würzburg.

Vossel, H. (1993): Auskunftsrechte im Aktienkonzern, Dissertation Universität Bonn (Veröffentlicht Köln 1996).

Wagenhofer, A. (1996): Anreizsysteme in Agency-Modellen mit mehreren Aktionen, in: Die Betriebswirtschaft, 56, S.155-165.

Wagner, F.W./Dirrigl, H. (1980): Die Steuerplanung der Unternehmung, Stuttgart u.a.

Wagner, F.W./Wenger, E. (1996): Theoretische Konzeption und legislative Transformation eines marktwirtschaftlichen Steuersystems in der Republik Kroatien, in: Sadowski/Czap/Wächter(Hrsg.), Regulierung und Unternehmenspolitik, S. 339-415.

Weber, M./Berg, E./Kruse, H. (1992): Kurs- und Renditevergleich von Stamm- und Vorzugsaktien. Eine empirische Analyse, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 44, S.548-564.

Wenger, E. (1983): Gleichmäßigkeit der Besteuerung von Arbeits- und Vermögenseinkünften, in: Finanzarchiv, 41, S.207-252.

Wenger, E. (1986): Freiwillig vereinbarte und erzwungene Organisationsregeln. Eine Analyse ihrer Wirkungen, dargestellt am Beispiel von Beschäftigungsverhältnissen, Habilitationsschrift, Technische Universität München.

Wenger, E. (1987): Managementanreize und Kapitalallokation, in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 6, S. 217-240.

Wenger, E. (1988): Besteuerung und Kapitalbildung als intertemporales Optimierungsproblem, in H. Hax, W. Kern, H.-H. Schröder (Hrsg.): Zeitaspekte in betriebswirtschaftlicher Theorie und Praxis, Stuttgart, S. 279-295.

Wenger, E. (1989): Wirtschaftswachstum, Unternehmensfinanzierung und internationaler Kapitalverkehr unter dem Einfluß der Besteuerung von Vermögenseinkünften, in: Finanzarchiv, 47, S. 181-249.

Wenger, E. (1993): Verfügungsrechte, in: Wittmann/Kern/Köhler/Küpper/v. Wysocki (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 5. Auflage, S.4495-4508.

Wenger, E. (1994): Markt für Unternehmenskontrolle, in: Gerke/Steiner (Hrsg.) Handwörterbuch des Finanz- und Bankwesens, 2. Auflage, S.1409-1419.

Wenger, E. (1998): Warum die Finanzwissenschaft auf der Suche nach einem theoretischen Ideal der Einkommensteuer scheitern mußte, Manuskript eines Vortrags gehalten am 3.3.1998 auf dem 32. Hochschulkurs Finanzwissenschaft „Einkommen versus Konsum – Ansatzpunkte zur Steuerreformdiskussion“ (Tagungsband im Druck).

Wenger, E./Hecker, R. (1995): Übernahme- und Abfindungsregeln am deutschen Aktienmarkt. Eine kritische Bestandsaufnahme im internationalen Vergleich, in: IFO-Studien, 41, S.51-87.

Wenger, E./Hecker, R./Knoesel, J. (1997): Abfindungsregeln und Minderheitenschutz bei börsennotierten Kapitalgesellschaften, in: Gahlen/Hesse/Ramser (Hrsg.), Finanzmärkte, S.93-145.

Wenger, E./Kaserer, C. (1998): German Banks and Corporate Governance in: Hopt/Kanda/Roe/Wymeersch/Prigge (Hrsg.), Comparative Corporate Governance, S.499-536.

Werder, A. v. (1995): Konzernmanagement, in: Die Betriebswirtschaft, S.641-661.

Wilhelm, J. (1983): Marktwertmaximierung: Ein didaktisch einfacher Zugang zu einem Grundlagenproblem der Investitions- und Finanzierungstheorie, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 53, S.516-534.

Williamson, O.E. (1975): Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, New York.

Woodward, S.E. (1985): Limited Liability in the Theory of the Firm, in: Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, 41, S.601-611.

Ziegler, M. (1997): Synergieeffekte bei Unternehmenskäufen, Wiesbaden.