

Besprechung von:

**Gerald Schenk: Konzernbildung, Interessenkonflikte und ökonomische Effizienz
Verlag Peter Lang, Frankfurt(Main) 1997, 289 Seiten.**

Obwohl es sich um die in der Praxis eindeutig vorherrschende Organisationsform wirtschaftlicher Aktivitäten handelt, sucht man das Stichwort „Konzern“ in den einschlägigen Lehrbüchern der Finanzierungstheorie vergebens. Es kann jedoch nicht davon ausgegangen werden, daß sich die für den Fall der Einheitsunternehmung abgeleiteten theoretischen Erkenntnisse ohne weiteres auch auf den Konzernfall übertragen lassen. Hier setzt die Arbeit von Schenk an, die das Konzernphänomen mit dem Instrumentarium der Neuen Institutionenökonomie und insbesondere der Agency-Theorie untersucht.

Die Arbeit ist in sechs Kapitel unterteilt. Nach einer knappen Einleitung wird im 2. Kapitel die bisherige Behandlung des Konzernphänomens in den Rechtswissenschaften und der Betriebswirtschaftslehre skizziert. Im 3. Kapitel wird die Konzernbildung aus Sicht der neoklassischen Theorie der Unternehmung betrachtet und dabei vor allem auf aus Skalenerträgen resultierende Synergieeffekte eingegangen. Schenk weist aber darauf hin, daß es für die vorliegende Fragestellung gar nicht darauf ankommt, ob sich überzeugende Gründe für die Existenz von Synergien angeben lassen. Zu begründen ist vielmehr, warum ein aus mehreren rechtlich selbständigen Gesellschaften bestehender Konzern als Koordinationsform gewählt wird und stattdessen nicht etwa eine Fusion zu einer rechtlich ungegliederten Einheitsunternehmung erfolgt. Um hierauf eine überzeugende Antwort geben zu können, erscheint der Rückgriff auf neuere institutionenökonomische Ansätze notwendig.

Dieser Rückgriff auf die Institutionenökonomie erfolgt im 4. Kapitel, welches den Hauptteil der Arbeit ausmacht (S.44-219). Nach einem kurzen Überblick über die verschiedenen Teilrichtungen (Property Rights Theorie, Transaktionskostentheorie, Agency-Theorie) wird, da Schenk dem Erklärungsgehalt insbesondere der auf Williamson zurückgehenden Transaktionskostentheorie zumindest im derzeitigen Entwicklungsstadium eher skeptisch gegenübersteht, im folgenden vor allem auf die Agency-Theorie zurückgegriffen. Dazu wird in zwei umfangreichen Abschnitten die Konzernbildung jeweils als Instrument zur Beseitigung von Agency-Problemen (S.74-131) und als Instrument der Umverteilung (S.132-219) betrachtet.

Die Konzernbildung kann zunächst dazu beitragen, aus Konflikten zwischen Alt- und Neueignern bzw. zwischen Eignern und Gläubigern resultierende Unterinvestitionsprobleme zu vermeiden. Ein Alteigner/Neueigner Konflikt ist gegeben, wenn ein unterbewertetes Unternehmen bei einer Kapitalerhöhung junge Aktien zu billig abgeben müßte. Liegt ein Konzern vor, dann kann hier jedoch mit der Börseneinführung einer Tochtergesellschaft unter Umständen eine günstigere Möglichkeit der Eigenkapitalbeschaffung gegeben sein. Schenk greift in diesem Zusammenhang insbesondere auf eine Arbeit von Nanda zurück. Ein eigenständiger Beitrag liegt dagegen vor, indem aufgezeigt wird, wie durch Konzernbildung aus Eigner/Gläubiger Konflikten resultierende Unterinvestitionsprobleme gelöst werden können.

Ein Eigner/Gläubiger Konflikt entsteht, wenn in bestimmten Fällen die Durchführung eines zusätzlichen Investitionsprojektes mit positiven Kapitalwert zu einer überproportionalen Wertsteigerung des bereits vorhandenen Fremdkapitals und damit komplementär zu einer Wertminderung des Eigenkapitals führen würde. Schenk geht von einem konkreten Zahlenbeispiel aus, bei dem sich aus diesem Grund die Projektdurchführung aus Sicht der Anteilseigner zumindest innerhalb einer Einheitsunternehmung nicht lohnt, und zwar unabhängig davon, ob die Finanzierung durch zusätzliches Eigen- oder Fremdkapital erfolgen soll (S.91ff.). Lohnend wäre es aber, das Projekt in einer zu diesem Zweck gegründeten, rechtlich selbständigen Tochtergesellschaft zu realisieren, welche die dazu erforderlichen Kredite aufnimmt. Damit ist eine alternative, zur Entstehung eines Konzerns führende Finanzierungsform gefunden, welche vermeidet, daß ausschließlich die Altgläubiger von der Ergänzungsinvestition profitieren.

Schenk ist der Ansicht, daß ein derartiger Ausweg aus dem Unterinvestitionsproblem dann versperrt wäre, wenn die Konzernmutter immer für die Verbindlichkeiten der Tochtergesellschaft haften müßte (vgl. dazu die nachfolgenden Anmerkungen), und spricht sich daher gegen ein rechtliches Verbot faktischer Konzernbildungen aus. Auch die weiteren im Zusammenhang mit der Beseitigung von Agency-Problemen angesprochenen Problemfelder sollen die Vorteile einer Haftungsseparation aufzeigen. So können etwa aus Anteilseignersicht Unternehmenszusammenschlüsse, bei denen ein Haftungsverbund entsteht, trotz möglicher Synergievorteile unvorteilhaft werden, wenn die Synergien von Wertsteigerungen des Fremdkapitals überkompensiert werden (S.97ff.). Außerdem kann bei einem risikoscheuen Management die durch Haftungsseparation bedingte Abkoppelung der Muttergesellschaft vom Konkursrisiko der Tochter in bestimmten Fällen mit positiven Anreizeffekten einhergehen (S.104ff.).

Im nachfolgenden Abschnitt wird ausführlich untersucht, inwiefern die Konzernbildung dazu verwendet werden kann, um Umverteilungen zu Lasten bestimmter Anspruchsinhaber herbeizuführen. Dazu werden zunächst die in

der Literatur verschiedentlich herausgestellten, sich für die Kapitalgeber aus der Konzernbildung ergebenden spezifischen Gefahren rekapituliert und die gegebenen Umverteilungsrisiken anschließend getrennt für die jeweiligen Kapitalgebergruppen (Gläubiger bzw. Eigner der Mutter bzw. Tochter) betrachtet sowie die entsprechenden Selbstschutzmöglichkeiten diskutiert. Letztlich ist eine Umverteilung mittels Konzernbildung allerdings nur zu Lasten solcher Anspruchsinhaber möglich, die sich gegen entsprechende Ausbeutungsrisiken entweder nicht durch eine Anpassung der Vertragskonditionen schützen können - zu denken wäre etwa an „unfreiwillige“ Gläubiger bei Ansprüchen aus Umwelt- oder Produzentenhaftung – oder wenn eine später eintretende Konzernbildung bei Abschluß des Finanzierungsvertrages nicht vorhersehbar war.

Zu schützen sind insbesondere solche Anteilseigner, die aufgrund einer nachträglichen Veränderung der Mehrheitsverhältnisse zu Minderheitsgesellschaftern einer Konzerntochter geworden sind. In diesem Zusammenhang wird insbesondere die aktienrechtliche Konzeption des Vertragskonzerns von Schenk vehement kritisiert. U.a. wird ergänzend zu den Kritikpunkten der bisherigen Literatur herausgearbeitet, daß sich Reichtumsverluste für in der Tochter verbleibende Minderheiten auch deshalb ergeben können, weil diese zusätzlich auch mit dem Konkursrisiko des herrschenden Unternehmens belastet werden; außerdem kann bei fixen Ausgleichszahlungen wie bei allen Festbetragsansprüchen ein Anreiz zur Risikoerhöhung durch Asset Substitution induziert werden (S.213ff.).

Im 5. Kapitel werden die bisherigen Erkenntnisse zusammengefaßt und für rechtspolitische Empfehlungen hinsichtlich einer ökonomisch effizienten Gestaltung von Konzernverfassungen fruchtbar gemacht. Dabei wird die Kritik an der Konzeption des Vertragskonzerns bekräftigt und vorgeschlagen, den Schutz von Minderheiten stattdessen vor allem durch obligatorische Übernahmeangebote zu gewährleisten. Das äußerst knappe 6. Kapitel enthält noch einige kurze Schlußbemerkungen.

In der Arbeit von Schenk werden eine Vielzahl von Einzelaspekten behandelt, die hier nicht alle erwähnt und gewürdigt werden können. Innovativ ist vor allem der Nachweis, daß in einer Einheitsunternehmung entstehende Unterinvestitionsprobleme durch die Bildung eines rechtlich gegliederten Konzerns – konkret durch die Ausgründung einer Tochtergesellschaft – beseitigt werden können. Ein erster Einwand könnte allerdings darin bestehen, daß der im Konzern größere Spielraum bei der Gestaltung von Finanzierungsbeziehungen ebenso dazu führen kann, daß auch Projekte mit negativen Kapitalwert vorteilhaft werden und somit zusätzliche Überinvestitionsprobleme entstehen. Insbesondere kann aber der These nicht zugestimmt werden, daß eine solche Beseitigung von Unterinvestitionsproblemen dann nicht mehr möglich wäre, wenn keine faktischen Konzerne gebildet werden könnten und somit immer eine obligatorische Haftpflicht für Tochterverbindlichkeiten bestehen würde.

Zur Begründung ist zunächst festzustellen, daß zusätzliche Durchgriffsrechte zu Wertminderungen des bei der Mutter bereits vorhandenen Fremdkapitals führen, da deren Ansprüche dadurch in bestimmten Insolvenzständen verwässert werden. Diesen Wertminderungen muß nun, wenn mit den bei der neugegründeten Tochter hinzutretenden Gläubigern ein fairer Vertrag abgeschlossen wird – d.h. Kreditauszahlungsbetrag und der Wert der eingeräumten, an das Durchgriffsrecht angepaßten Forderung stimmen genau überein – wegen Wertadditivität eine komplementäre Wertsteigerung des Eigenkapitals gegenüberstehen. Für das Eigenkapital ergäbe sich daher ein höherer Wert, wenn man im Zahlenbeispiel von Schenk auf S.91ff. zusätzlich auch den Fall eines Vertragskonzerns betrachten würde. Die Aussage, „das verschiedentlich geforderte Verbot der Haftungsseparation hätte zur Konsequenz, daß die Beseitigung der hier angesprochenen Problematik nicht möglich wäre“ (S.96), trifft also nicht zu. Zumindest im betrachteten Beispiel wäre für die Anteilseigner ein Vertragskonzern sogar vorteilhafter als die Bildung eines faktischen Konzerns.

Schenk geht bisweilen von abstrakten, mit den rechtlichen Rahmenbedingungen nicht zu vereinbarenden Annahmen aus. So beruht etwa das gerade diskutierte Zahlenbeispiel auf der Voraussetzung, daß die Tochter nicht mit Eigenkapital ausgestattet wird (S.92). Dies erscheint zumindest diskussionswürdig, da die problematisierte Haftungsseparation völlig irrelevant wäre, wenn im umgekehrten Extremfall die Mutter ihr gesamtes Vermögen auf die Tochter übertragen würde. Bei der Betrachtung fremdfinanzierter Dividendenzahlungen (S. 162f.) werden die einschlägigen Ausschüttungssperren nicht berücksichtigt. Die reine Kreditaufnahme ist in der Regel ein erfolgsneutraler Vorgang, bei dem kein zusätzlicher ausschüttungsfähiger Gewinn entsteht. Auf S.213 wird ein Vertragskonzern betrachtet, bei dem der Anteil der Minderheiten 40% beträgt, obwohl wegen § 293(1) S.2 AktG die Mutter zumindest in der Regel über eine Mehrheit von mindestens 75% verfügen wird.

Insgesamt wird in der Arbeit von Schenk eine bisher weitgehend vernachlässigte und – darauf deuten auch die angeführten Kritikpunkte hin - keineswegs einfache Thematik behandelt. Zukünftige Forschungen zur Konzernfinanzierung werden an einer Auseinandersetzung mit seinen Thesen nicht vorbeikommen und von diesen Vorarbeiten profitieren können.

Dr. Hans Rau-Bredow, Würzburg

Erschienen in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (ZfbF), Band 51, 1999, S. 517-519.