

1 Begriffsliste Unternehmensfinanzierung

1.1 Partenteilung

Der Begriff „Partenteilung“ beschreibt die Aufteilung eines gegebenen Gesamtzahlungsstroms (Einzahlungsüberschuss aus einem Investitionsprogramm) in Parten auf die an der Finanzierungsbeziehung Beteiligten gemäß deren Risiko- und Zeitpräferenzen sowie dem ihnen zur Verfügung stehenden Budget.

Man bezeichnet dieses Vorgehen auch als **Transformationsfunktion unternehmerischer Finanzierungsmaßnahmen**:

- **Risikotransformation**: Schaffung unterschiedlich riskanter Finanzierungstitel. Oft geht ein erhöhtes Risiko mit einem höheren Erwartungswert bezüglich der Einzahlungsüberschüsse für den Titel einher.
- **Fristentransformation**: Schaffung von Finanzierungstiteln mit unterschiedlicher Fälligkeit.
- **Losgrößentransformation**: Schaffung von Finanzierungstiteln unterschiedlichen Umfangs.

1.2 Pareto-Effizienz

Man spricht von einer pareto-effizienten Finanzierungsform, wenn es durch die Wahl einer anderen Finanzierungsweise *nicht möglich* ist, wenigstens einen der an der Finanzierungsbeziehung Beteiligten besserzustellen, ohne einen anderen schlechterzustellen.

Es ist klar, dass Pareto-Effizienz das erstrebenswerte Ziel im Rahmen unternehmerischer Finanzierungsmaßnahmen sein sollte.

1.3 Marktwert einer Unternehmung

Unter dem Marktwert einer Unternehmung versteht man die Summe der Marktwerte aller emittierter Finanzierungstitel. Der *Netto-Marktwert* einer Unternehmung ist deren Marktwert abzüglich der in $t = 0$ erforderlichen Anfangsauszahlungen.

1.4 Kapitalkostensatz

Unter einem Kapitalkostensatz versteht man den von einem Kapitalgeber mindestens geforderten Erwartungswert der Verzinsung, bei dem er bereit ist, einem Unternehmen Mittel zu überlassen. Im Fall von Fremdfinanzierung spricht man vom **Fremdkapitalkostensatz** ($r^{(FK)}$), während man im

Fall von Eigenfinanzierung von **Eigenkapitalkostensatz** ($r^{(EK)}$) spricht.

Betrachtet man die auf alle überlassenen Mittel zu gewährende erwartete Verzinsung, so spricht man vom **Gesamtkapitalkostensatz** oder dem **durchschnittlichen Kapitalkostensatz** einer Unternehmung.

Zur Berechnung des Kapitalkostensatzes r bei einer Zwei-Zeitpunkte-Betrachtung mit gegebenem Marktwert V und erwarteter Rückzahlung z_1 (inkl. Zinsen) in $t = 1$ dient folgende Formel:

$$r = \frac{z_1}{V} - 1$$

Stellt man diese Formel geeignet um, so ergibt sich für die Berechnung des Marktwertes eines Finanzierungstitels (oder einer Unternehmung) die Formel

$$V = \frac{z_1}{1+r}$$

Bei gegeben Fremd- und Eigenkapitalkostensätzen und den Marktwerten der Fremd- und Eigenkapitalfinanzierungstitel errechnet sich der Gesamtkapitalkostensatz r wie folgt:

$$r = \frac{r^{(EK)} \cdot V^{(EK)} + r^{(FK)} \cdot V^{(FK)}}{V^{(EK)} + V^{(FK)}}$$

Die Summe aus $V^{(EK)}$ und $V^{(FK)}$ ist der Unternehmenswert V_U .

1.5 Arbitrage

Allgemein versteht man unter dem Begriff der Arbitrage die Möglichkeit, sichere Gewinne durch die Ausnutzung von Preisdifferenzen beim Kauf und Verkauf zu erzielen. Im Folgenden wird nur auf eine spezielle Form der Arbitrage, die sog. *Differenzarbitrage* eingegangen. Bei dieser werden sichere Gewinne erzielt, in dem man Güter (hier Finanzierungstitel oder finanzielle Positionen) zu einem niedrigen Preis einkauft und *zeitgleich* zu einem höheren Preis verkauft. Die Differenz zwischen Einkaufs- und Verkaufspreis macht den Arbitragegewinn aus.

1.6 Vollkommener Kapitalmarkt

Unter einem vollkommenen Kapitalmarkt versteht man einen Kapitalmarkt mit folgenden Eigenschaften:

1. **Rationalverhalten** aller Marktteilnehmer: Jeder Entscheidungsträger wird unter den Handlungsmöglichkeiten, die ihm zur Auswahl stehen, jene Auswählen, die für ihn zum höchsten Zielerreichungsgrad

führt. Man geht dabei davon aus, dass jeder Teilnehmer *ceteris paribus* zusätzliche Einzahlungen als vorteilhaft ansieht und daher mehr Geld weniger Geld stets vorzieht.

2. **Mengenanpasserverhalten** aller Marktteilnehmer: Jeder Entscheidungsträger geht davon aus, dass er durch seine Transaktionen auf dem Kapitalmarkt die Preise der dort gehandelten Finanzierungstitel nicht beeinflussen kann.
3. **Abwesenheit von Informations- und Transaktionskosten** inkl. Steuern: Insbesondere gibt es keinerlei Kosten zur Informationsbeschaffung und -verarbeitung. Bedingt durch ihr Rationalverhalten werden alle Marktteilnehmer alle überhaupt zugänglichen Informationen beschaffen. Durch die Möglichkeit der kostenlosen Informationsverarbeitung wird diese durch die Teilnehmer in optimaler Weise erfolgen, was zu allgemein gleichen Wahrscheinlichkeitsschätzungen künftiger ungewisser Größen unter den Teilnehmern führt.

Eine wichtige Eigenschaft vollkommener Kapitalmärkte ist, dass dort *im Gleichgewicht* die Erzielung sicherer Gewinne („Arbitrage“) nicht möglich ist. Somit sind vollkommene Kapitalmärkte im Gleichgewicht stets **arbitragefrei**. Arbitragefreiheit ist eine notwendige Voraussetzung für ein Marktgleichgewicht, nicht jedoch eine hinreichende.

1.7 Leerverkauf

Unter dem Leerverkauf einer finanziellen Position P mit dem Preis (Marktwert) V_P bezeichnet man das Vorgehen, eine äquivalente finanzielle Position Q zu erwerben, deren Preis $V_Q < V_P$ ist und daraufhin einem anderen Marktteilnehmer die Zahlungsströme von P , die identisch zu denen der gerade erworbenen Position Q sind, zu verkaufen, ohne P tatsächlich zu besitzen. Man erzielt dadurch Arbitrage in Höhe der Differenz von V_P und V_Q , während die zukünftigen Auszahlungen durch den Verkauf von P durch die zukünftigen Einzahlungen aus Q ausgeglichen werden.

1.8 Gesetz des Einheitspreises

Da auf einem vollkommenen Kapitalmarkt im Gleichgewicht Arbitragefreiheit herrscht, müssen Positionen mit identischen zukünftigen Zahlungsströmen (*äquivalente Positionen*) identische Preise haben. Des weiteren darf es zu jeder finanziellen Position P nur genau einen Preis geben. Man spricht dabei vom Gesetz des Einheitspreises bezogen auf Zahlungsströme.

1.9 I. Theorem von Modigliani/Miller

Das I. Theorem besagt, dass der Verschuldungsgrad einer Unternehmung irrelevant ist für deren Unternehmens- bzw. Marktwert.

Es wird ausgegangen von einer Zwei-Zeitpunkte-Betrachtung auf einem vollkommenen Kapitalmarkt im Gleichgewicht. Dort gebe es zwei Unternehmen A und B mit identischen zukünftigen ungewissen Einzahlungsüberschüssen $z_1^{(A)}$ und $z_1^{(B)}$ mit $z_1^{(A)} = z_1^{(B)} = z_1$. Unternehmen A sei rein eigenfinanziert, d.h. $V_A = V_A^{EK}$. B ist zum Teil durch Forderungstitel finanziert, die im Zeitpunkt $t = 1$ inkl. Zinsen sicher zurückgezahlt werden können. Daher ist der zugehörige Fremdkapitalkostensatz r_B^{FK} gleich dem einheitlichen Zinssatz für sichere Anlage/Verschuldung i . Es ist nun zu zeigen, dass $V_A = V_B$ gilt.

Die finanzielle Position 1 bestehe aus dem Anteil ω an den Beteiligungstitel (EK) von A . Damit beläuft sich der Einzahlungsüberschuss aus dieser Beteiligung in $t = 1$ auf $\omega \cdot z_1$. Der Preis zum Erwerb dieser Position ist $\omega \cdot V_A^{EK} = \omega \cdot V_A$.

Position 2 besteht aus dem Anteil ω an den Beteiligungstiteln von B sowie der sicheren Anlage des Betrages $\omega \cdot F/(1+i)$ bis $t = 1$. Damit beläuft sich hier der Einzahlungsüberschuss aus der Beteiligung in $t = 1$ auf $\omega \cdot (z_1 - F)$, da die Besitzer der Beteiligungstitel denen der Forderungstitel nachgeordnet sind. Da die sichere Anlage mit dem Zinssatz i verzinst wird, ergibt sich hieraus eine Einzahlung in $t = 1$ i.H.v. $[\omega \cdot F/(1+i)] \cdot (1+i) = \omega \cdot F$. Insgesamt führt Position 2 zu Einzahlungen von $\omega \cdot (z_1 - F) + \omega \cdot F = \omega \cdot z_1$. Damit sind die beiden Position äquivalent. Der Kaufpreis für Position 2 setzt sich zusammen aus dem Preis für die Beteiligungstitel $\omega \cdot V_B^{EK}$ und dem Betrag $\omega \cdot F/(1+i)$, der sich angelegt wird.

Nach dem hier geltenden Gesetz des Einheitspreises folgt somit:

$$\omega \cdot V_A = \omega \cdot V_B^{EK} + \omega \cdot F/(1+i)$$

Da die Forderung nicht ausfallbedroht ist, ergibt sich als Kalkulationszinsfuß i und somit ist $F/(1+i)$ der Marktwert V_B^{FK} der emittierten Forderungstitel. Nach Division durch ω und unter Berücksichtigung dieser Tatsache erhält man sofort:

$$V_A = V_B^{EK} + V_B^{FK}$$

Es folgt damit die Behauptung $V_A = V_B$.

Eine wesentliche intuitionsbezogene Aussage des I. Theorems ist, dass die Transformationsfunktion unternehmerischer Finanzierungsmaßnahmen auf dem vollkommenen Kapitalmarkt im Gleichgewicht durch Sekundärmarkthandel substituiert werden kann: Auf dem Kapitalmarkt kann jede beliebige Zeit- und Risikostruktur von Zahlungsströmen erzeugt werden; somit bietet der Markt alle erforderlichen Transformationsfunktionen und selbige des Unternehmers wird entbehrlich.

1.10 II. Theorem von Modigliani/Miller

Das II. Theorem sagt aus, dass der Eigenkapitalkostensatz $r^{(EK)}$ eine linear steigende Funktion des Verschuldungsgrades ρ ist.

Aufbauend auf Theorem I gelte $V_A = V_B = V_U$ und damit:

$$V_U = \frac{z_1}{1+r}$$

Da die Marktwerte von A und B nach Theorem I identisch und unabhängig von der gewählten Finanzierungsweise sind, muss damit auch der durchschnittliche Kapitalkostensatz r von A und B identisch und unabhängig vom Verschuldungsgrad sein. Für den Fremdkapitalkostensatz gilt $r^{(FK)} = i$, da wir uns auf die Betrachtung von sicheren Forderungstiteln beschränken. Somit folgt sofort die Konstanz von r und $r^{(FK)}$. Setzt man diese Erkenntnisse ein in die bekannte Formel für r , so folgt:

$$\begin{aligned} r &= \frac{r^{(EK)} \cdot V^{(EK)} + r^{(FK)} \cdot V^{(FK)}}{V_U} \\ \Leftrightarrow r &= \frac{r^{(EK)} \cdot V^{(EK)} + r^{(FK)} \cdot V^{(FK)}}{V^{(FK)} + V^{(EK)}} \\ \Leftrightarrow r \cdot (V^{(FK)} + V^{(EK)}) &= r^{(EK)} \cdot V^{(EK)} + r^{(FK)} \cdot V^{(FK)} \\ \Leftrightarrow r \cdot (V^{(FK)} + V^{(EK)}) &= r^{(EK)} \cdot V^{(EK)} + i \cdot V^{(FK)} \\ \Leftrightarrow r^{(EK)} \cdot V^{(EK)} &= r \cdot V^{(EK)} + (r - i) \cdot V^{(FK)} \\ \Leftrightarrow r^{(EK)} &= r + (r - i) \cdot \rho \end{aligned}$$

r und i sind dabei unabhängig vom Verschuldungsgrad ρ konstant und wegen der Risikoträchtigkeit von z_1 gilt typischerweise $r > i$.

Anschaulich bedeutet dies, dass mit wachsender Belastung des Unternehmens durch Rückzahlungsverpflichtungen die Risikoträchtigkeit der Eigenkapitalrendite zunimmt, was nur durch einen erhöhten Eigenkapitalkostensatz vergütet werden kann.

Insbesondere erkennt man, dass der Eigenkapitalkostensatz selbst dann mit wachsender Verschuldung nicht konstant bleibt, sondern steigt, wenn man sich auf die Emission nicht ausfallbedrohte Forderungstitel beschränkt.

1.11 Hidden Information

Der Begriff „Hidden Information“ bezeichnet eine Form der asymmetrischen Informationsverteilung, bei der der Unternehmer bereits vor der Begründung einer Finanzierungsbeziehung einen Informationsvorsprung gegenüber der Kapitalgeber hat, da er (besser) über die zukünftigen erwarteten Einzahlungsüberschüsse \tilde{z} Bescheid weiss.

1.12 Hiden Action

Der Begriff „Hidden Action“ bezeichnet eine Form der asymmetrischen Informationsverteilung, bei der der Unternehmer nach der Begründung einer Finanzierungsbeziehung einen Informationsvorsprung gegenüber den Kapitalgebern bezüglich seines tatsächlichen Verhaltens hat. (Stichworte: Risikoanreize, Perquisites-Konsum)

1.13 Pooling-Gleichgewicht

Auf einem Markt mit „guten“ und „schlechten“ Unternehmen bezeichnet der Begriff „Pooling-Gleichgewicht“ die Situation, in der es sich für kein Unternehmen lohnt, sich selbst als „gut“ zu signalisieren. Daher werden Kapitalgeber stets von allen Unternehmen den gleichen Zinssatz q fordern, für den gilt:

$$(1 - \delta) \cdot I \cdot (1 + q) + \delta \cdot [(1 - p) \cdot I \cdot (1 + q) + p \cdot I] = I \cdot (1 + i)$$

Erklärung dafür: Mit der Wahrscheinlichkeit $(1 - \delta)$ handelt es sich um ein Unternehmen, das die Forderung inkl. Zinsen begleichen kann. Mit der Gegenwahrscheinlichkeit handelt es sich um ein schlechtes Unternehmen: Diese können mit der Wahrscheinlichkeit $(1 - p)$ ebenfalls die Forderung inkl. Zinsen begleichen, während mit der Wahrscheinlichkeit p nur die Forderung jedoch nicht die Zinsen beglichen werden.

In dieser Konstellation muss im Erwartungswert die Rückzahlung $I \cdot (1 + i)$, also der ausgezahlte Betrag inkl. Zinsen i.H.v. i Prozent, betragen.

1.14 Separierendes Gleichgewicht

Es sei Unternehmen möglich, zu signalisieren, dass sie gut sind. Für Unternehmen, die auch tatsächlich gut sind, betragen die Kosten für die Signalisierung c_g , für eigentlich schlechte Unternehmen sind diese Kosten c_s . Ein separierendes Gleichgewicht liegt dann vor, wenn sich die Aussendung des Signals wegen der damit verbundenen Kosten nur für Unternehmen lohntenswert ist, die auch tatsächlich gut sind.

Signalisierende Unternehmen zahlen dann den Zinssatz i , da bei ihnen davon ausgegangen wird, dass sie die Forderung inkl Zinsen sicher bedienen werden.

Unternehmen, die nicht signalisieren, werden pauschal als schlecht eingestuft und Zahlen somit den Zinssatz q_s , für den gilt:

$$(1 - p) \cdot q_s = i$$

Erklärung: Nur mit der Wahrscheinlichkeit $(1 - p)$ können schlechte Unternehmen die Zinsforderungen erfüllen.

Ein separierendes Gleichgewicht liegt vor, wenn die folgenden Bedingungen erfüllt sind:

$$c_g < q_s - i \tag{1}$$

$$c_s > i - (1 - p) \cdot i \tag{2}$$

(1) bringt zum Ausdruck, dass es sich für gute Unternehmen lohnen muss, die Signalisierungskosten aufzuwenden. (2) besagt, dass Täuschen im separierenden Gleichgewicht nicht lohnt.

Ist folgende Bedingung ebenfalls erfüllt, so ist das separierende Gleichgewicht zusätzlich auch **eindeutig**:

$$c_g < q - i \tag{3}$$

1.15 Ausfallprämie

Auf einem Kapitalmarkt mit guten und schlechten Unternehmen bezeichnet die Ausfallprämie die Differenz zwischen dem vereinbarten Zinssatz q (bzw. q_s) und der erwarteten Verzinsung i .

1.16 Ankündigungseffekt

Der Ankündigungseffekt bezeichnet eine Veränderung des Aktienkurses infolge der Bekanntgabe einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen.

Auf vollkommenen Kapitalmärkten im Gleichgewicht sind nur nicht-negative Ankündigungseffekte denkbar, da Kapitalerhöhungen aufgrund der Marktvollkommenheit nur durchgeführt werden, da Investitionen in *lohnende* Projekte geplant sind. Einen Ansatz für das Auftreten von negativen Ankündigungseffekten (auf dem nicht-vollkommenen Kapitalmarkt) liefern Myers/Majluf.

1.17 Pecking-Order-Theorie

Basierend auf den Erkenntnissen von Myers/Majluf bilden die argumentative Grundlage für folgende Kapitalstrukturtheorie:

Bei der Finanzierung von Investitionsprojekten sollten die verschiedenen Finanzierungsquellen gemäß folgender Hackordnung eingesetzt werden:

1. Nutzung von im Unternehmen vorhandenen liquiden Mitteln (Selbstfinanzierung)
2. Einsatz von (möglichst risikoloser) Fremdfinanzierung
3. Einsatz externer Eigenfinanzierung

1.18 Bezugsrecht

Das Bezugsrecht ist ein Recht eines Altaktionärs, bei Emission neuer (junger) Aktien von diesen einen gewissen Anteil zu erwerben. Ziel des Bezugsrechtes ist, das prozentuale Verhältnis des jeweiligen Altaktionärs am gezeichneten Kapital zu erhalten.

1.19 Verhaltensbeeinflussungsfunktion der Finanzierung

Verschiedene Formen der Finanzierung (Fremd- vs. Eigenfinanzierung) schaffen unterschiedliche Verhaltensanreize auf seiten unternehmerischer Entscheidungsträger.

Daher sollte man Unternehmen generell so finanzieren, dass „gute“ Anreize möglichst unterstützt werden, während „schlechte“ Anreize möglichst vermieden werden. Dies bezeichnet man als Verhaltensbeeinflussungsfunktion der Finanzierung.

1.20 Agency-Kosten

Agency-Kosten bezeichnen einen Wohlfahrtsverlust des Agenten, also des Unternehmer-Managers, infolge von Informationsasymmetrie: Die Kapitalgeber werden antizipieren, dass der Agent einen Teil der Investition zum Konsum (\rightarrow Perquisites) verwenden wird und überlassen ihm daher ihr Kapital nur zu schlechteren Bedingungen als bei Informationssymmetrie. In diesem Fall könnte sich der Manager glaubwürdig an eine Verhaltensweise binden und es wäre für die Kapitalgeber nicht erforderlich, die Bedingungen zur Überlassung des Kapitals zu verschärfen.

Maßnahmen zur Verringerung der Agency-Kosten für den Agenten müssen über Einschränkungen des Handlungsspielraums des selbigen laufen, da nur so der Anreiz zum Konsum selbiger verringert werden kann.

1.21 Monitoring

Der Begriff „Monitoring“ bezeichnet eine Einschränkung des Handlungsspielraums des Agenten durch den Kapitalgeber, indem dieser Überwachungs- und Steuerungsmaßnahmen bzgl. des Agenten durchführt.

1.22 Bonding

Auch „Bonding“ bezeichnet eine Einschränkung des Handlungsspielraums: Hier legt der Agent Informationen offen oder bindet sich an bestimmte Handlungsweisen.

Wie das Monitoring auch ist Bonding mit Kosten verbunden und ist daher per se nicht geeignet, um Fehlanreize völlig auszuschließen.

1.23 Unterinvestition

Das Problem der Unterinvestition liegt immer dann vor, wenn das Management lohnende Investitionen unterlässt und stattdessen das „gesparte“ Kapital für den Konsum nicht-pekuniärer Güter (repräsentative Büroausstattung, Dienstwagen, ...) verwendet.

Der Anreiz zum Unterinvestitions-Verhalten ist sicherlich bei großen Unternehmen, deren Management nur einen kleinen Anteil des Eigenkapitals hält, häufiger anzutreffen, führt dort aufgrund des geringen Verhältnisses von Konsum und Gesamtumsatz jedoch nicht zu entscheidenden Problemen. Bei kleinen Unternehmen, wo das Management einen großen Anteil am Eigenkapital hält, ist der Anreiz für das Unterlassen von lohnenden Investitionen hingegen nicht so stark ausgeprägt, da dort das Management auch stärker am Unternehmenserfolg beteiligt ist.

1.24 Überinvestition

Manager haben oftmals ein Verlangen nach Macht und Prestige, das verkoppelt ist mit der Größe des durch sie geführten Unternehmens. Daher ist es für Manager oft verlockend, ein hohes Investitionsvolumen in Projekte durchzusetzen, da hierdurch die Größe des Unternehmens steigt und sie unabhängig von der Ertragskraft des Unternehmens einen Nutzen ziehen.

Dieses Verlangen kann dazu führen, dass im Unternehmen vorhandene liquide Mittel gebunden bleiben, auch wenn keine *lohnenden* Investitionsprojekte in Sicht sind. Alternativ hätte man die liquiden Mittel ausschütten können, was zu einer besseren Ertragssituation der Anteilseigner führen würde. In diesem Fall liegt ein Überinvestitionsproblem vor.

1.25 Free-Cash-Flow

Die Geldbestände, die im Rahmen eines Überinvestitionsproblems im Unternehmen verbleiben, obwohl sie unter Ertragsaspekten besser ausgeschüttet werden sollten, bezeichnet man als „Free-Cash-Flow“.

1.26 Perquisites-Konsum

Grundsätzlich besitzt das Management einer Unternehmung ein Interesse daran, Ressourcen des Unternehmens für eigene (Konsum-)Zwecke zu verwenden, auch wenn dadurch die Ertragssituation des Unternehmens negativ beeinflusst wird.

Solange die Kosten, die durch Perquisites-Konsum entstehen, durch den Nutznießer alleine getragen werden, liegt kein Problem vor. Dies ist jedoch nur für den Fall einer externen Beteiligungsquote $\alpha = 0$ der Fall. Im Fall $\alpha > 0$ hingegen werden die Kosten für den Konsum des Managements zumindest teilweise sozialisiert, während der Nutzen alleine beim Management verbleibt. Es resultiert ein **exzessiver Perquisites-Konsum**.

Auch das Überinvestitionsproblem ist eine Form des Perquisites-Konsum, da auch hier das Management eigene Zwecke auf Kosten der Eigenkapitalgeber verfolgt.

1.27 Free-Rider-Problem

Die Free-Rider-Problematik tritt bei Publikums-AGs auf, die Aktionäre mit sehr geringer Beteiligung hat. In diesem Fall sind die Kleinaktionäre nur sehr begrenzt bereit, Ressourcen zur Manager-Kontrolle aufzuwenden, da erst ab einer bestimmten Beteiligungsquote die Erträge aus der Manager-Kontrolle die hierfür notwendigen Kosten übersteigen.

Das gleiche Problem liegt auch vor, wenn Kleinaktionäre versuchen, durch durch z.B. Absatzsandrohungen das Management an seinem Fehlverhalten zu hindern.

1.28 Risikoanreizproblem

Das Risikoanreizproblem tritt bei Fremdfinanzierung einer Unternehmung auf und bezeichnet die Situation, in der es für das Management der Unternehmung vorteilhaft ist, sich für besonders riskante Investitionsprojekte bei Auswahl zwischen mehreren Projekten mit gleichen Investitionsvolumina zu entscheiden. Konkret bedeutet dies, dass der private Nutzen für das Management bei Wahl des riskanten Projektes größer ist, während die Ausfallgefahr der zur Finanzierung emittierten Forderungstitel möglicherweise

zunimmt.

Antizipiert der Fremdkapitalgeber dieses Fehlverhalten des Managements, so kommt es unter Umständen nicht zur Finanzierungsbeziehung. Dies hat dann zur Folge, dass unter Umständen auch andere, gesamtwirtschaftlich lohnende Projekte nicht durchgeführt werden können.

1.29 Maßnahmen zur Gläubigerschädigung

Die einzige Möglichkeit, Gläubiger konkret zu schädigen, führt über die Erhöhung der Ausfallwahrscheinlichkeit für Forderungstitel. Dabei sind folgende Wege denkbar:

- Erhöhung des Verschuldungsgrades bei gegebenem Investitionsprogramm. In der Regel geschieht dies durch Aufnahme von weiterem Fremdkapital.
- Wechsel zu risikoreicheren Investitionsprojekten bei gegebenem Verschuldungsgrad (→ Risikoanreizproblem).
- Unterlassung gesamtwirtschaftlich lohnender Investitionen (→ Unterinvestition)
- Durchführung gesamtwirtschaftlich nicht lohnender Investitionen (→ Überinvestition)

Auch denkbar ist das Problem des Perquisites-Konsum. Damit dieser Konsum jedoch zum tatsächlichen Problem wird, ist es notwendig, dass das Management zuerst seine eigenen Einzahlungsüberschüsse konsumiert, bevor das Fremdkapital angerührt wird und die Ausfallwahrscheinlichkeit der Forderungstitel steigt.

1.30 Kaufoption

Kaufoptionen gewähren dem Inhaber das Recht, in Zukunft Aktien einer Unternehmung zu einem in der Gegenwart fixierten Kurs zu erwerben. Ist der Kurs zum Ausübungszeitpunkt höher als der fixierte Kurs, so ist es möglich, die Aktien sofort wieder mit Gewinn zu verkaufen.

In unserer Betrachtung sind Kaufoptionen ein sinnvolles Mittel, um Fehlreize des Managements zu verringern: Das Management wird durch den Besitz von Kaufoptionen dazu veranlasst, seine Unternehmenspolitik auf das Steigen der Aktienkurse (= Verbesserung der Ertragssituation) auszurichten. Dies kommt nicht nur dem Management selbst zugute, das durch den erhöhten Kurs private Gewinne realisieren kann, sondern ist auch im Sinne der übrigen Eigenkapitalgeber/Aktionäre.

1.31 One share — One vote

Das Prinzip „One Share — One vote“ sieht vor, dass pro Aktie stets ein konstanter Anteil (i.d.R. 1) am Stimmrecht erworben wird. Durch die so erzielte *homogene Stimmrechtsstruktur* wird ausgeschlossen, dass ineffiziente Unternehmensübernahmen stattfinden können. Voraussetzung für diese wäre, dass Stimmrecht und Dividende nicht im gleichen Verhältnis stehen und es somit möglich wäre, Stimmrechte „preiswert“ zu erwerben. (Stichwort: Mehrstimmrechtsaktien)

1.32 Wertpapierdesign

Die Wissenschaft des Wertpapierdesigns geht der Frage nach, warum bestimmte Finanzierungsformen „so sind, wie sie sind“. So versucht sie zum Beispiel, Gründe dafür zu finden, warum im Fall der Zahlungsunfähigkeit die Entscheidungsmacht von den Eigenkapitalgebern auf die Fremdkapitalgeber übergeht. Ausserdem liefert das Wertpapierdesign eine Antwort auf die Frage, warum Forderungs- und Beteiligungstitel gerade über eine abschnittsweise lineare Zahlungsstruktur verfügen.

Der letzte Punkt wird damit begründet, dass die Kapitalgeber dem Unternehmen grundsätzlich nicht bezüglich seiner Behauptung über die erzielten Einzahlungsüberschüsse trauen kann. Aus diesem Grund müssen in Abhängigkeit der mitgeteilten Outputhöhe Kontrollen seitens der Kapitalgeber zur Prüfung der Korrektheit der Angaben des Unternehmers erfolgen. Konkret sieht dies so aus, dass bei Unterschreitung eines Schwellenwertes F die Kontrolle des Unternehmensertrages und die Zahlung des gesamten tatsächlichen Outputs an die Kapitalgeber erfolgt. Jenseits des Schwellenwertes F findet keine Kontrolle statt und der Unternehmer wird den Kapitalgebern stets eben diesen Betrag F zahlen, da eine Zahlung $> F$ für ihn unrentabel wäre. Somit erklärt sich, warum die graphische Darstellung der Auszahlung für Forderungstitelinhaber von $x = 0$ bis $x = F$ linear steigt und ab $x > F$ konstant den Wert F annimmt.