

Christian Laux

Kapitalstruktur und Verhaltenssteuerung

Finanzierungsverträge als
Bindungs- und Anreizinstrumente

/

GABLER

Inhaltsverzeichnis

I	Zum Gegenstand und Aufbau der Arbeit	1
1	Problemstellung.....	1
2	Gang der Untersuchung.....	6
II	Grundlagen: Beschreibung des Interessenkonflikts zwischen Kapitalgeber und Manager und Vergleich möglicher Maßnahmen zur Verhaltenssteuerung	9
1	Einordnung und Überblick.....	9
2	Die Ausgangssituation: Annahmen und Beschreibung des Interessenkonflikts zwischen Kapitalgeber und Manager.....	9
3	Grundlegende Überlegungen zu einem möglichen Anreizsystem.....	18
3.1	Bedeutung der Unterscheidung zwischen Unternehmer- und Investor-Szenario für die Beurteilung unterschiedlicher Handlungen und Anreizsysteme.....	18
3.2	Voraussetzungen für vertragliche Vereinbarungen.....	26
4	Vergleich möglicher Maßnahmen zur Verhaltenssteuerung.....	28
4.1	Übersicht über die zu diskutierenden Maßnahmen.....	28
4.2	Explizite Vereinbarung der vom Manager zu wählenden Handlungen: Vollständiger bedingter Vertrag.....	30
4.3	Freie Entscheidungsbefugnis des Managers in Verbindung mit einer monetären Belohnung.....	31
4.3.1	Grundlegende Überlegungen zu einem monetären Belohnungssystem.....	31
4.3.2	Handlungsabhängige monetäre Belohnung.....	33
4.3.3	Beteiligung an der Einzahlung.....	34
4.3.4	Zustandsabhängige Beteiligung an der Einzahlung.....	35
4.3.5	Beteiligung an dem über ein Mindestniveau hinausgehenden Teil der Einzahlung.....	36
4.3.6	Ex post Vereinbarung der Belohnung bei Nachverhandlung über die vom Manager zu wählende Handlung.....	37
4.4	Freie Entscheidungsbefugnis des Kapitalgebers: Direkte Handlungsanweisung.....	40
4.5	Zustandsabhängige Allokation der Entscheidungsbefugnis.....	41

III Die Wirkung von Fremdkapital als Komponente des Anreizsystems	43
1 Einordnung und Problemstellung: Fremdkapital als Instrument zur Beschränkung der Handlungsfreiheit des Managers, wenn Eigenkapital stimmrechtslos ist	43
2 Direkter Eingriff in die Handlungsfreiheit des Managers: Automatische Liquidation oder Übertragung der Unternehmenskontrolle im Insolvenzfall.....	46
2.1 Beschreibung der Ausgangssituation	46
2.2 Vorüberlegung: Die Wirkung und Bedeutung von Fremdkapital, wenn der Manager kein weiteres Kapital aufnehmen darf.....	51
2.3 Die Wirkung und Bedeutung von Fremdkapital, wenn der Manager weiteres Kapital aufnehmen darf	52
2.4 Zusammenfassung und Interpretation der Ergebnisse.....	57
3 Indirekter Eingriff in die Handlungsfreiheit: Beschränkung der Verfügungsfreiheit über die Einzahlungen des Unternehmens.....	60
3.1 Beschreibung der Ausgangssituation	60
3.2 Vorüberlegung: Die Wirkung und Bedeutung von Fremdkapital, wenn der Manager kein weiteres Kapital aufnehmen darf.....	63
3.3 Die Wirkung und Bedeutung von Fremdkapital, wenn der Manager weiteres Kapital aufnehmen darf	64
3.4 Zusammenfassung und Interpretation der Ergebnisse.....	68
4 Der Insolvenzmechanismus als Instrument zur Verhaltenssteuerung und die Möglichkeit, Fremdkapital gleichzeitig zum direkten und zum indirekten Eingriff in die Handlungsfreiheit des Managers zu verwenden	70
4.1 Die grundlegende Wirkungsweise von Fremdkapital und die Bedeutung einer Insolvenz.....	70
4.2 Der Einsatz von Fremdkapital, wenn sowohl eine Liquidation als auch eine (Erweiterungs-)Investition vorteilhaft sein können.....	73
5 Ex ante Anreizwirkung einer Beschränkung der Handlungsfreiheit des Managers durch Fremdkapital.....	76
5.1 Das Grundproblem: Der Einfluß der Steuerung der Handlung im Zeitpunkt 1 auf das Verhalten des Managers im Zeitpunkt 0.....	76
5.2 Die Wahl des Aktivitätsniveaus	78
5.3 Die Wahl des Investitionsprogramms.....	81
5.4 Die Beurteilung alternativer Maßnahmen zur Verhaltenssteuerung, wenn der Manager das Investitionsprojekt zu wählen hat.....	84
5.5 Die Bedeutung der ex ante Anreizwirkung für den Einsatz von Fremdkapital als Komponente des Anreizsystems.....	94

6	Die Beschränkung der Handlungsfreiheit des Managers durch Fremdkapital bei asymmetrischer Informationsverteilung.....	95
6.1	Das Grundproblem: Der Einfluß der Informationsverteilung auf die Beurteilung unterschiedlicher Maßnahmen zur Verhaltenssteuerung	95
6.2	Vorüberlegung: Die Wirkung und Bedeutung von Fremdkapital, wenn Kapitalgeber keine neuen Informationen erhalten.....	97
6.3	Die Wirkung und Bedeutung von Fremdkapital, wenn Kapitalgeber ein Signal beobachten können.....	99
6.4	Die Wirkung und Bedeutung von Fremdkapital, wenn Kapitalgeber ein Signal beobachten und der Manager die Wahrscheinlichkeitsverteilung des Signals beeinflussen kann	104
6.5	Die Rolle der Kapitalstruktur, wenn der alte Kapitalgeber den Zustand beobachten kann und neue Kapitalgeber lediglich das Signal kennen.....	108
6.6	Probleme beim Einsatz einer monetären Belohnung als Anreizinstrument zur Wahl der optimalen Investitionspolitik.....	111
6.7	Die Bedeutung der Informationsverteilung für den Einsatz von Fremdkapital als Komponente des Anreizsystems.....	113
7	Zusammenfassung, Interpretation und Einordnung in die Diskussion der Bedeutung von langfristigem und kurzfristigem Fremdkapital in der Literatur	113
8	Exkurs: Die Wirkung der Kapitalstruktur, wenn die Höhe der Einzahlungen nicht verifizierbar ist	119
8.1	Einordnung und Problemstellung.....	119
8.2	Die Möglichkeit der Liquidation des Unternehmens durch den Kapitalgeber als Anreiz für den Manager, Kapital auszuschütten.....	119
8.3	Die Bedeutung von Nachverhandlungen und die Möglichkeit, die Investition zu finanzieren	125
8.4	Die Bedeutung der Anzahl der Kapitalgeber für die Nachverhandlungssituation	127
IV	Die Wirkung von Eigen- und Fremdkapital als Komponente des Anreizsystems.....	129
1	Einordnung und Problemstellung: Stimmberechtigtes Eigenkapital und die Rolle von Fremdkapital.....	129
2	Die Rolle von Eigen- und Fremdkapital im Unternehmer-Szenario: Selbstbindung des Unternehmers	132

3	Die Rolle von Eigen- und Fremdkapital im Investor-Szenario: Selbstbindung des Investors.....	135
3.1	Die Grundidee: Die Veränderung der Anreize und der Einflußmöglichkeiten des Investors als Grund für eine bestimmte Kapitalstruktur.....	135
3.2	Selbstbindung des Investors durch die Gestaltung seines Zahlungsanspruchs	137
3.2.1	Die Liquidation des Unternehmens und die Wahl des Aktivitätsniveaus des Managers	137
3.2.2	Die Kontrolle des eingetretenen Zustands durch den Investor und die Wahl des Aktivitätsniveaus des Managers	142
3.2.3	Die Kontrolle des eingetretenen Zustands durch den Investor und myopisches Verhalten des Managers	156
3.3	Selbstbindung des Investors durch die Gestaltung seiner Einwirkungsrechte	163
3.3.1	Die Manipulation der Erwartungen des Investors.....	163
3.3.2	Die Wahl des Aktivitätsniveaus des Managers	165
3.4	Zusammenfassung und Interpretation der Ergebnisse und deren Bezug zur finanziellen Agency-Theorie.....	168
4	Zwischenfazit: Die Bedeutung der Kapitalstruktur und die Ausgestaltung unterschiedlicher Finanzierungstitel	173
V	Charakteristika der Kapitalstruktur, wenn das notwendige Kapital von sehr vielen Kapitalgebern aufgebracht wird	177
1	Einordnung und Problemstellung	177
2	Die Möglichkeit, über Fremdkapital die Interessen breit gestreuter Kapitalgeber durchzusetzen.....	179
3	Die Bündelung von Rechten und Finanzierungstiteln durch einen Interessenvertreter oder einen Intermediär.....	180
3.1	Zum Unterschied zwischen einem Interessenvertreter und einem Intermediär	180
3.2	Zum Vorteil eines Interessenvertreters.....	181
3.3	Zum Vorteil eines Intermediärs	183
3.3.1	Einleitung	183
3.3.2	Die Reduktion der Wahrscheinlichkeit einer suboptimalen Liquidation durch Diversifikation	184
3.3.3	Die Möglichkeit einer indirekten negativen Belohnung durch Diversifikation.....	185

4	Die Möglichkeit der Bündelung von Rechten und Finanzierungstiteln durch eine Unternehmensübernahme: Der Markt für Unternehmenskontrolle und die optimale Allokation von Stimmrechten	189
4.1	Die Grundidee: Die Möglichkeit, den Manager durch eine potentielle Unternehmensübernahme zu disziplinieren.....	189
4.2	Die Ausgangssituation: Beschreibung der Annahmen	190
4.3	Die optimale Abstimmungsregel und Allokation von Stimmrechtsanteilen und Zahlungsansprüchen auf Finanzierungstitel	194
4.4	Zusammenfassung und Interpretation	208
5	Zusammenfassung: Möglichkeiten, die Interessen breit gestreuter Kapitalgeber durchzusetzen	210
VI	Resümee	213
	Anhang	219
	Literaturverzeichnis	221

