

Kilchberg, 10. Oktober 2014

Shareholder Value durch «Financial Contracting»

Die meisten Unternehmen benutzen mehrere Quellen zur Finanzierung ihrer Aktiven. Neben der Eigenkapitalfinanzierung kommt auch die Aussenfinanzierung mittels kurz- und langfristigen Krediten zur Anwendung. Doch welche Faktoren bestimmen die Kapitalstruktur bzw. den optimalen Verschuldungsgrad einer Unternehmung? Wie kann man durch den optimalen Verschuldungsgrad einer Unternehmung Mehrwert für die Aktionäre schaffen? Mit dem Ansatz der Einwirkungs- und Informationsrechte («Financial Contracting») könnte die «Corporate Finance»-Lehre dieser Frage einen Schritt näher kommen.

Die Grundlagen zur Ermittlung des optimalen Verhältnisses zwischen Eigen- und Fremdkapital finden sich im Modigliani/Miller-Theorem (M&M) aus dem Jahre 1958, welches aussagt, dass die Wertbestimmung der Firma und Kosten des Kapitals von den Kapitalstrukturen unabhängig sind. Dies sei dann der Fall, wenn folgende Voraussetzungen gegeben sind: vollkommene Märkte, vollständige Konkurrenz sowie fehlende Besteuerung, Transaktions-, Insolvenz- und Agency-Kosten. Mit anderen Worten spielt es keine Rolle wie die Aktiven zur Leistungserbringung einer Firma finanziert werden. Die Finanzierung ist vielmehr eine Frage der Indifferenz – ein Resultat zufälliger Einflüsse bzw. ein Zufall der Ereignisse.

Ist die Kapitalstruktur rein zufällig?

Somit hängt der Firmenwert (FW) nicht von der Kapitalstruktur ab, sondern errechnet sich aus der Summe der zukünftigen, abgezinsten Zahlungsströme. Daraus folgt, dass man nur dann ein Projekt finanziert oder eine Firma gründet, wenn die eingesetzten Mittel (K; Eigen- oder Fremdkapital) durch die zu erwartenden Barwerte (FW) übertroffen werden: $FW - K > 0$.

Der Kapitaleinsatz K ist insofern gesichert, als die Investoren entweder mit ihren erworbenen Aktien an den

zukünftigen Gewinnen partizipieren, oder ihre Kredite und Zinszahlungen bei Fälligkeit vollständig zurückbezahlt werden. Die Barwerte sowohl der Aktien als auch der Darlehen müssen jedoch mindestens dem Kapitaleinsatz K entsprechen, woraus sich ergibt, dass ein allfälliger Überschuss dem Unternehmer zufällt.

The times they are a-changin

Obwohl das M&M-Theorem eine gute Ausgangslage zur Beantwortung der Frage bildet wie Finanzierungsentscheide des Managements den Firmenwert beeinflussen können, so zeichnet die Realität doch ein anderes Bild. Tatsächlich geht das M&M-Theorem von der neoklassischen Annahme aus, dass die Beziehung zwischen dem Unternehmer und den Geldgebern statisch und damit vorhersehbar sei. Gerade bei jungen Private-Equity-Firmen kann sich aber nach der Finanzierung die wirtschaftliche und finanzielle Situation sehr schnell zum Schlechten verändern.

Um sich vor solchen Eventualitäten zu schützen, können sich Kapitalgeber im voraus durch vertraglich zugesicherte Einwirkungs- und Informationsrechte (Mitwirkungsrechte, Stimmrechte, Entscheidungsrechte, Informationsrechte und -pflichten) absichern, die es ihnen ermöglichen, beim Eintreten gewisser Situation die Kontrolle über die Firma zu übernehmen und damit ihr Investment zu schützen.

Typischerweise sind solche ex-ante-Bestimmungen nicht notwendig. Die Aktionäre verfügen nämlich über weitreichende Vermögens- und Einwirkungsrechte. Sie können den Verwaltungsrat bestimmen und ihn gegebenenfalls auswechseln, wenn sich die erhoffte Wertvermehrung nicht einstellt. Ineffiziente Verwaltungsräte können auch durch feindliche Übernahmen («Hostile Takeover» oder «Unfriendly Takeover») ausgewechselt werden, indem ein neuer Käufer («Best Owner») die

Firma übernimmt und die notwendigen Korrekturmaßnahmen trifft.

Bei den Krediten ist die Sachlage ebenfalls eindeutig, zumindest solange die Firma in keine Zahlungsschwierigkeiten gerät. Sobald die kontraktbestimmten Ansprüche nämlich nicht mehr in voller Höhe befriedigt werden können, verschieben sich die Mitwirkungs- und Vermögenswerte von den Aktionären zu den Schuldnern. Dies geschieht normalerweise durch eine Umwandlung der Kredite in Aktien («Debt-Equity-Swap»). In diesem Fall würden nicht mehr die Aktionäre, sondern die Kreditoren über die zukünftige, strategische Ausrichtung des Unternehmens entscheiden.

Diese Situationen treten jedoch nur in Extremfällen auf und sagen nichts über den optimalen Verschuldungsgrad aus. Sie zeigen lediglich auf, dass während einer Schönwetterphase die Aktionäre die Geschicke der Firma bestimmen, bei stürmischem Wetter jedoch die Kreditoren das Ruder übernehmen.

Financial Contracting vis-à-vis Financial Engineering

Da sich (Startup-)Firmen oder Projekte jedoch kaum linear entwickeln, kommt dem Financial Contracting und damit der Frage, wer wann welche Mitwirkungs- und Vermögensrechte erhalten soll, grosse Bedeutung zu. Dabei handelt es sich aber nicht um das Financial Engineering. Zwar kann dadurch Shareholder Value geschaffen werden, doch geht es dabei nicht per se um die Allokation der Vermögens- und Einwirkungsrechte, d.h. um die optimale Ausgestaltung des Financial Contracting, sondern beispielsweise um die Auswirkungen verschiedener Titulkategorien des Eigenkapitals auf die Liquidität der Titel und deren Spreads. Untersuchung für die Schweiz zeigen, dass Stimmrechte einen beträchtlichen ökonomischen Wert haben, der auf rund 20% des Aktienkurses geschätzt wird (Kunz, 1998). Darin spiegelt sich vor allem das Ausmass privater Vorteile durch die Kontrolle der Unternehmung. Ähnliche Resultate wurden für Italien ermittelt, wo die stimmberechtigten gegenüber den stimmrechtslosen Wertpapieren um über 80% höher gehandelt werden (Zingales, 1994).

Verträge bringen Flexibilität

Der Ansatz des Financial Contracting geht jedoch von den Prämissen aus, dass die Einwirkungs- und Vermögensrechte zwei unabhängige Instrumente sind und dass ein optimaler Kontrakt sowohl den Nutzen des Unternehmers als auch der Investoren maximiert. Dies ist beispielsweise nicht der Fall, wenn der Unternehmer alle Vermögens- und Einwirkungsrechte besitzt: der Gesamtnutzen würde zwar maximiert, die Investoren als reine Kreditgeber würden aber leer ausgehen, weil der Unternehmer keinen Anreiz hätte, die Schulden zurückzuzahlen.

Die Kunst beim Financial Contracting liegt darin, im voraus vertraglich festzuhalten, welche Partei bei welchen Eventualitäten welche Rechte erhält, damit der Gesamtnutzen maximiert wird. Tatsächlich können die finanziellen Interessen und die daraus abgeleiteten Entscheidungen zwischen dem Unternehmer und den Kapitalgebern gewaltig auseinander gehen. Deshalb ist es üblich, bei den Finanzierungsverträgen mit Startups die verschiedenen Rechte wie Vermögensrechte, Einsitze im Verwaltungsrat oder Liquidationsrechte separat unter den Parteien zu verteilen, wobei diese oft an die Erfüllung gewisser Bedingungen geknüpft sind. Dies erklärt auch, warum Investoren bei Early-Stage-Finanzierungen, wo die zukünftige Geschäftsentwicklung noch sehr unsicher ist, eher auf die Einwirkungsrechte beharren als bei Late-Stage-Finanzierungen, wo der finanzielle Erfolg einer Idee absehbar ist. Eine empirische Studie der Universität Chicago belegt, dass gerade Risikokapitalgeber die Allokation der verschiedenen Kontrollrechte im voraus vertraglich regeln und diese an feste Voraussetzungen binden (Kaplan und Stromberg, 2000).

Beispiel: Moda.com

Die Wichtigkeit des Financial Contracting kann am besten anhand eines Fallbeispiels dargestellt werden. Die Anteilseigner des Startup «Moda.com» fragen sich, ob sie auf eine weitere Finanzierung verzichten sollen, um einen Verlust von 500 Franken zu verhindern. Falls der Manager alle Einwirkungsrechte besitzt, hälftig an der Firma beteiligt ist (d.h. 50% der Vermögensrechte

hält) und einen privaten Nutzen (Lohn, Prestige, Lerneffekt, etc.) von 300 Franken hat, wird er auf die Weiterführung bestehen wollen, obwohl damit der Gesamtnutzen nicht maximiert würde:

Nutzen des Unternehmers (300 – 50% von 500)	=	50 Franken
Nutzen der Kapitalgeber (50% von –500)	=	–250 Franken
Gesamtnutzen (50 – 250)	=	–200 Franken

Würden jedoch die Kapitalgeber über die Einwirkungsrechte verfügen, käme es zu einem Abbruch der Betriebstätigkeit von Moda.com und damit zur Maximierung des Gesamtnutzens:

Nutzen des Unternehmers (50% von 500 – 300)	=	–50 Franken
Nutzen der Kapitalgeber (50% von 500)	=	250 Franken
Gesamtnutzen (250 – 50).	=	200 Franken

Auf der anderen Seite wäre eine Weiterführung der Firma dann wertmaximierend, wenn die Verluste nicht 500 Franken sondern 200 Franken betragen würden. Dementsprechend müsste der Manager alle Einwirkungsrechte besitzen:

Nutzen des Unternehmers (300 – 50% von 200)	=	200 Franken
Nutzen der Kapitalgeber (50% von –200)	=	–100 Franken
Gesamtnutzen (200 – 100)	=	100 Franken

Indem der optimale Verschuldungsgrad also ex-ante vertraglich festgehalten wird, kann Mehrwert für die Aktionäre geschaffen werden.

Fazit

Es ist heute üblich, nicht nur durch operative sondern auch durch finanzielle Managemententscheide Shareholder Value zu generieren. Die Gründe dafür liegen neben den Steuern und dem Principal-Agent-Problem vor allem darin, dass monetäre Rechte und Einwirkungsrechte zwei unabhängig allozierbare Rechte sind und je nach Situation vom Unternehmer zum Geldgeber und umgekehrt übergehen können. Entsprechend stellt sich der optimale Verschuldungsgrad nicht zufällig und automatisch ein, sondern ist eine Funktion der Finanzierungsverträge.

Von Dr. Adriano B. Lucatelli

Verwaltungsrat & Dozent an der Universität Zürich

Bibliographie

- Kaplan, Steven, and Per Stromberg (2000): «Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts», *The Center for Research in Security Prices*, Working Paper No. 513, University of Chicago Graduate School of Business.
- Kunz, Roger (1998): *Shareholder Value durch Financial Engineering: Stimmrechte, Einheitsaktien und Aktiensplits*. Bern: Haupt Verlag.
- Modigliani, Franco, und Merton H. Miller (1958): «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review* 48, pp. 261-97.
- Zingales, Luigi (1994). «The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience». *Review of Financial Studies* 7, pp. 125-48.