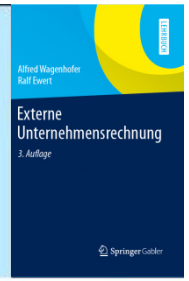
http://controlling.uni-graz.at/de/stud0/lehrveranstaltungsmaterialien/

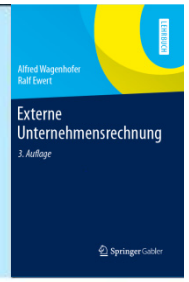
© Wagenhofer/Ewert 2015.
Alle Rechte vorbehalten.

Ausschüttungs-bemessung

Ziele



- **Aufzeigen unterschiedlicher Vorgehensweisen bei der gesetzlichen Regelung von Ausschüttungen**
- **Darstellung möglicher Reichtumsverlagerungen von Gläubigern zu den Eignern auf Basis der finanziellen Agency-Theorie**
- **Analyse der Stellung und Wirkungsweise bilanzieller Ausschüttungsbeschränkungen als Instrument zum Gläubigerschutz**
- **Vergleich von Rechnungslegungssystemen (HGB, IFRS) im Zusammenhang mit dem Gläubigerschutz**
- **Darstellung von Manager-Eigner-Konflikten und deren Bedeutung für die Ausschüttungsbemessung**

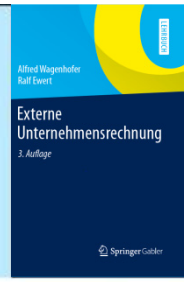


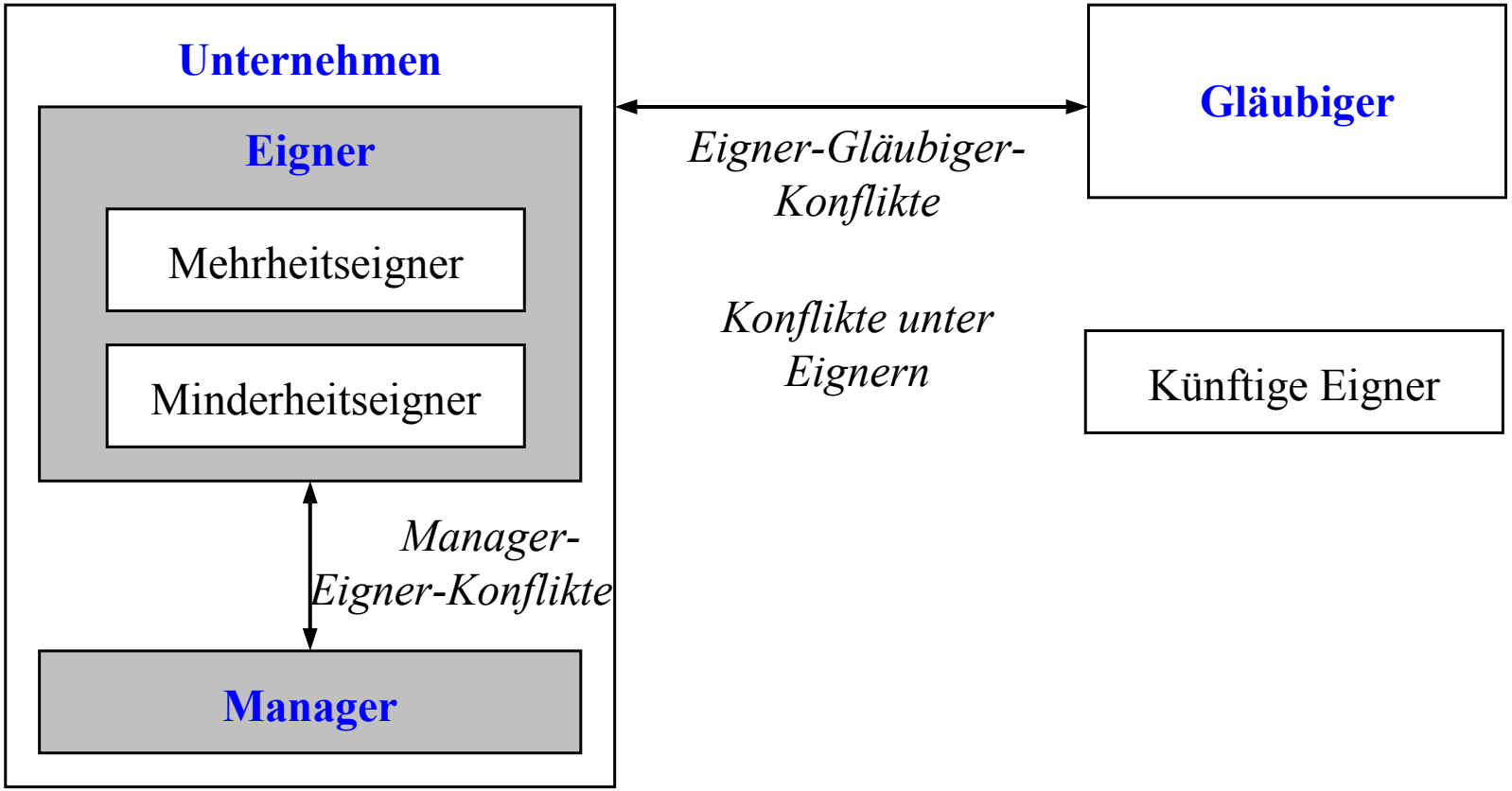
Problemstellung

- **Wichtige Funktion der Rechnungslegung: Ausschüttungs- bzw Zahlungsbemessungsfunktion**
- **Regelungen unterscheiden sich in verschiedenen Ländern, zB zwischen Deutschland und USA**
  - Diametral verschiedene Vorgehensweise bei der Behandlung des Gläubigerschutzes
- **Frage: Warum sind Ausschüttungsbemessungsregelungen notwendig?**
- **Antwort: Aufgrund von Interessenkonflikten**

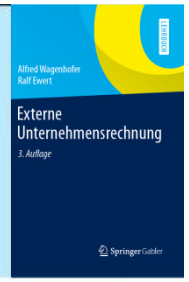
Eigner-Gläubiger-Konflikte | **Manager-Eigner-Konflikte**

Agency-Konflikte im Unternehmen



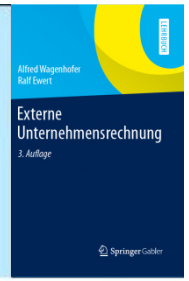


Ausschüttungsregelungen in Deutschland



- **Verzahnung von Rechnungslegung mit Gesellschaftsrecht**
  - Gesellschaftsrecht definiert Organe eines Unternehmens (zB bei der AG Vorstand, Aufsichtsrat, Hauptversammlung) und deren Rechte und Pflichten
  - Gesellschaftsrecht beinhaltet Schutzvorschriften für zahlreiche Gruppen (Gläubiger, Arbeitnehmer, ...)
- **Kompetenzregelung basiert maßgeblich auf Zahlen der Rechnungslegung**
- **Rechnungslegung füllt faktisch die Inhalte der jeweiligen Rechte und Pflichten aus, mit denen Konflikte zwischen den verschiedenen Gruppen gemildert werden sollen**

Deutschland: Eigner-Gläubiger-Konflikte (1)



- **Ausschüttungen vermindern das Vermögen des haftungsbeschränkten Unternehmens**

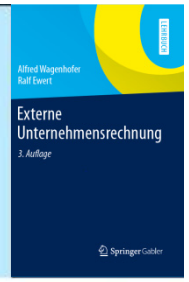
  ⇒ Das Risiko der Gläubiger kann dadurch steigen

  ⇒ Um Risiko zu mindern, ist Ausschüttung begrenzt

  - § 57 (3) dAktG bestimmt, dass „vor Auflösung der Gesellschaft darf an die Aktionäre nur der Bilanzgewinn verteilt werden“
  - Bilanzgewinn nach § 158 dAktG

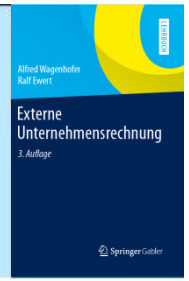
Jahresüberschuss (Jahresfehlbetrag)
+ Verminderung von Kapitalrücklagen (insbesondere Agiobeträge)
+ Verminderung von (– Zuweisung zu) Gewinnrücklagen (gesetzliche Rücklage, satzungsmäßige Rücklagen, andere Gewinnrücklagen)
+ Gewinnvortrag (– Verlustvortrag)
= Bilanzgewinn (Bilanzverlust)

Deutschland: Eigner-Gläubiger-Konflikte (2)



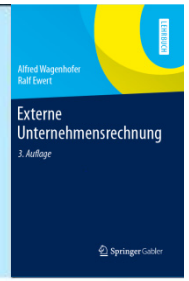
- **Konkrete Höhe der Ausschüttungspotenziale ergibt sich aus Regeln der Rechnungslegung**
- **HGB spezifiziert das Vorsichtsprinzip (Gläubigerschutz)**
  - Weil ausgeschüttete Beträge als Haftungsmasse endgültig verloren sind, müssen bei der Berechnung des Ausschüttungspotenzials Risiken besonders berücksichtigt werden
  - Erkennbare Risiken am Bilanzstichtag sind bereits zu antizipieren, und Wertansätze für Aktiva (Passiva) sind im Zweifel tendenziell niedriger (höher) als der Erwartungswert anzusetzen
    - Treten die antizipierten Risiken tatsächlich ein, hat sich die frühere Verminderung des Ausschüttungspotenzials als richtig erwiesen.
    - Treten die Risiken nicht ein, erfolgt mit Abschluss des jeweiligen Geschäftsvorfalls automatisch eine Gewinnkorrektur, da die frühere Verlustantizipation rückgängig gemacht wird. Aus Sicht der Eigner wurde dann also das Ausschüttungspotenzial zeitlich nach hinten verlagert, was gegenüber den Eignern als vertretbar bzw zumutbar angesehen wird

Deutschland: Manager-Eigner-Konflikte (1)



- **Trennung von Eigentum und Geschäftsführung**
- **Eigner nur an finanziellen Konsequenzen der Maßnahmen eines Unternehmens interessiert**
- **Manager erfahren finanzielle (Entlohnung. ..) und nichtpekuniäre Konsequenzen (Arbeitsleid ...)**
  ⇒ Konflikte
- **Ausschüttungen beeinflussen die Mittel, über die das Management verfügen kann**
- **Regelungen in Deutschland grenzen Entscheidungskompetenzen zwischen den Organen ab**

Deutschland: Manager-Eigner-Konflikte (2)



- **Regelungen in Deutschland für eine AG gemäß § 58 (2) dAktG**

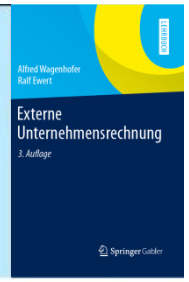
  Vorstand und Aufsichtsrat dürfen maximal 50% des Jahresüberschusses in andere Gewinnrücklagen einstellen. Über die andere Hälfte hat die Hauptversammlung Verwendungskompetenz, sofern in der Satzung nichts anderes festgelegt ist.

- **Kompetenzen zur Verwendung freier Gewinnrücklagen sind asymmetrisch verteilt**

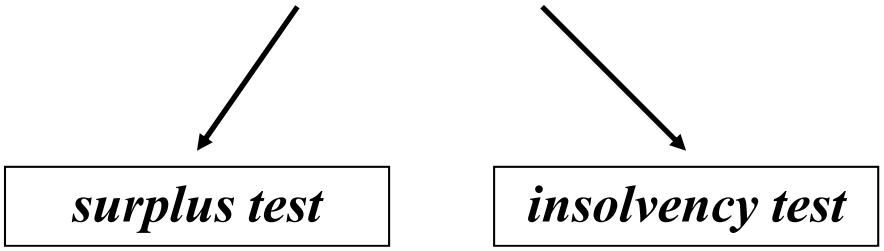
  Bereits in „andere Gewinnrücklagen“ eingestellte Beträge unterliegen vollständig der Verwendungskompetenz von Vorstand und Aufsichtsrat

- **Relevanz der Verwendungskompetenz der Hauptversammlung hängt maßgeblich davon ab, welche Bilanzierungs- und Bewertungswahlrechte Anwendung finden**

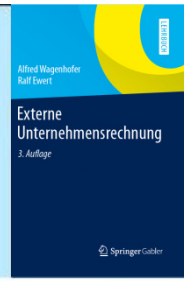
Ausschüttungsregelungen in USA



- **Gläubigerschutz über privatrechtliche Regelungen (Vereinbarungen in Kreditverträgen)**
- **Sehr offen gehaltene gesetzliche Vorschriften zur Ausschüttungsbemessung**
- **Kein bundeseinheitliches Gesellschaftsrecht**
- **Bezüglich der Ausschüttungen gelten in den einzelstaatlichen Systemen regelmäßig zwei Begrenzungen**

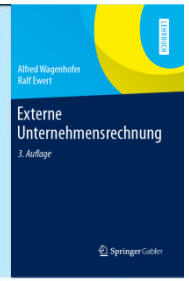


USA: *Surplus test*



- **Ausschüttungen sollen nur möglich sein, wenn Gewinne vorliegen**
- **Gewinne**
  - *Earned surplus* (≈ Jahresüberschuss + offene Rücklagen)
  - *Capital surplus* (≈ Kapitalrücklagen + Rücklagen, die aus einer Herabsetzung des Nennkapitals entstehen)
- **Faktisch keine Verpflichtung, ein bestimmtes Mindestkapital im Unternehmen zu belassen**
- **Im Extremfall ist danach das gesamte Eigenkapital ausschüttungsfähig**

USA: *Insolvency test*



- **Eine durch Ausschüttungen induzierte Insolvenz ist zu vermeiden**

⇩

Test, ob Unternehmen nach Ausschüttungen noch zahlungsfähig ist

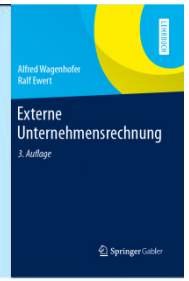
Equity insolvency

⇩

Test, ob Unternehmen überschuldet ist

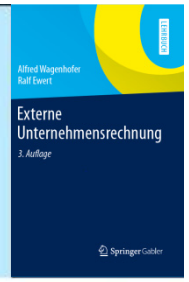
Bankruptcy insolvency* bzw *balance sheet test

Ausschüttungsregelung in USA
Fazit

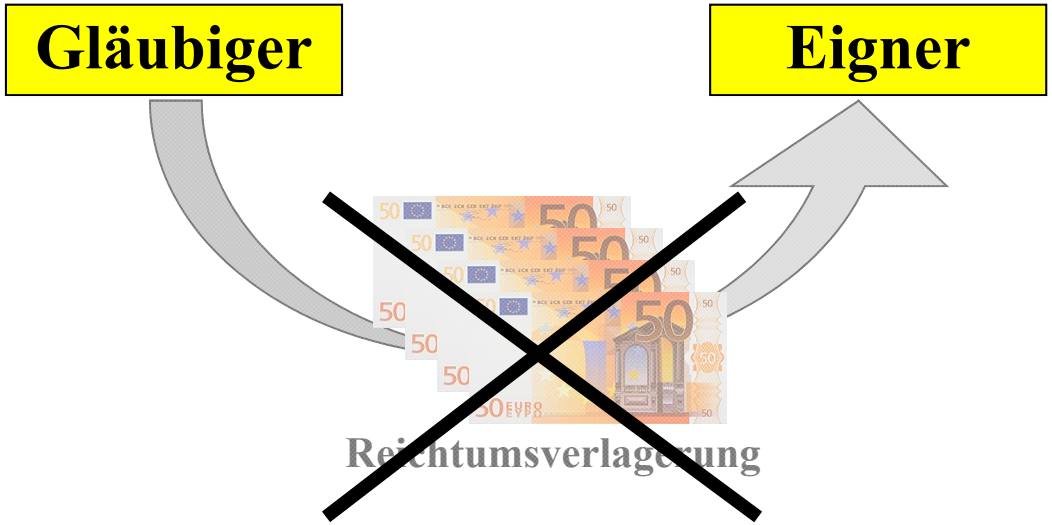


- **Vage Verankerung von Ausschüttungsbegrenzungen im Gesellschaftsrecht**
- **Versuch, Eigner-Gläubiger-Konflikte im Rahmen privater Kreditverträge zu lösen**
  - Restriktionen in Kreditverträgen basieren größtenteils auf Zahlen der Rechnungslegung
  - damit hat auch in den USA Rechnungslegung eine gläubigerschützende Funktion
- **Keine dem deutschen Recht vergleichbare Kompetenzabgrenzung bezüglich der Manager-Eigner-Konflikte**
  - Festlegung der Ausschüttung unterliegt gänzlich der Verwaltung des Unternehmens

Fremdfinanzierungsbedingte Agency-Probleme

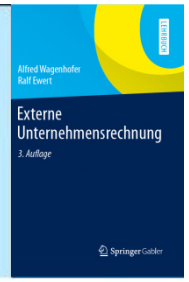


- **Abweichungen von (gesamt)marktwertmaximaler Politik, weil dadurch Reichtumsverlagerungen von den Gläubigern zu den Eignern ermöglicht werden**

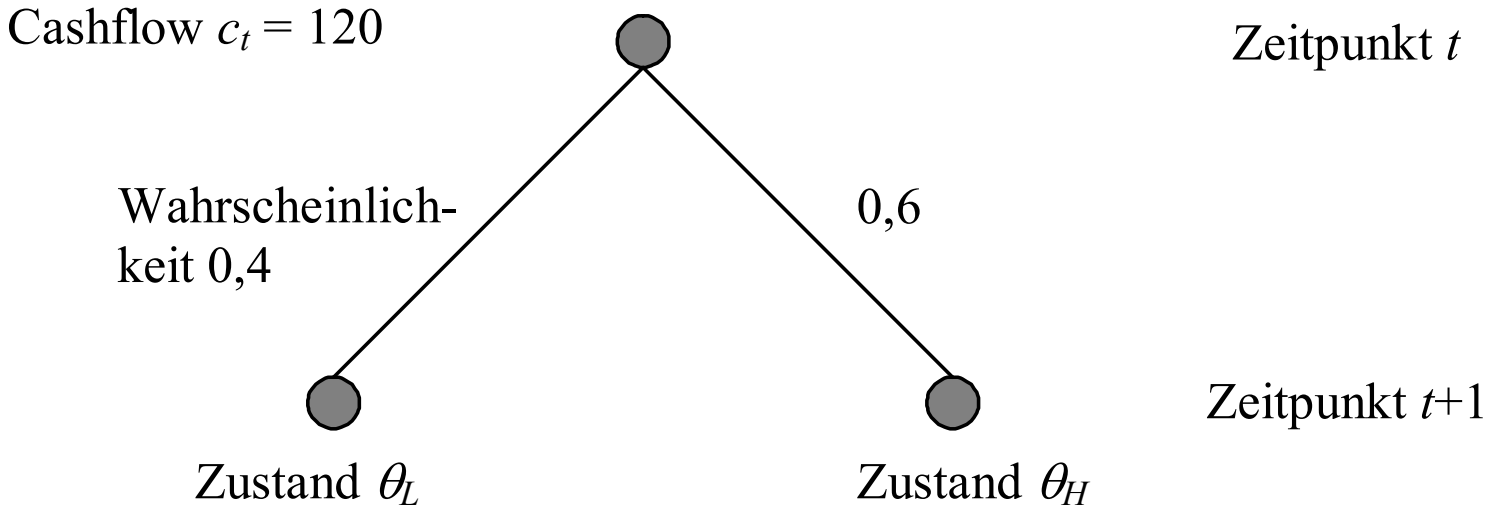


Durch bilanzielle Restriktionen sollen solche Reichtumsverlagerungen verhindert werden

Fremdfinanzierungsbedingte Agency-Probleme – Basisszenario (1)

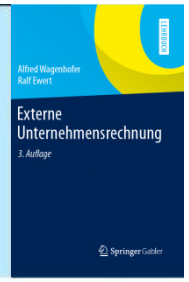


- **Ausgangssituation in einem Beispiel: Haftungsbeschränktes Unternehmen am Ende der Periode t, welches in früheren Perioden Investitionen getätigt hat**



Cashflow $c_{t+1}(\theta)$:	200	400
Verbindlichkeit VK:	300	300

Fremdfinanzierungsbedingte Agency-Probleme – Basisszenario (2)



Wert des Fremdkapitals

$$W_t^{FK} = 0,4 \cdot 200 + 0,6 \cdot 300 = 260$$

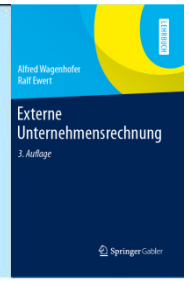
Gesamtwert des Eigenkapitals als Summe aus Ausschüttungen AU_t und W_t^{EK} (ohne irgendwelche Beschränkungen der Unternehmenspolitik)

$$GW_t^{EK} \equiv AU_t + W_t^{EK} = 120 + 0,4 \cdot 0 + 0,6 \cdot (400 - 300) = 180$$

Unternehmenswert insgesamt

$$W_t \equiv GW_t^{EK} + W_t^{FK} = AU_t + W_t^{EK} + W_t^{FK} = 180 + 260 = 440$$

Fremdfinanzierungsbedingte Agency-Probleme – Basisszenario (3)



Annahme: Unternehmen kann in *t* durch Liquidation Erlös von 150 erzielen

Ohne Ausschüttungsbeschränkungen können Eigner die erzielten Liquidationserlöse + Überschüsse c_t ausschütten:

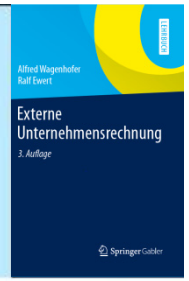
$$AU_t = 150 + 120 = 270$$

Daraus ergibt sich gegenüber vorheriger Berechnung ein Wertzuwachs:

$$\Delta GW_t^{EK} = 270 - 180 = 90$$

- Umlenkung ist wegen des relativ niedrigen Liquidationserlöses nicht perfekt ...
- ... aber hoch genug, um für die Eigner sinnvoll zu sein
- Position der Gläubiger wird dadurch ausgehöhlt

Fremdfinanzierte Ausschüttungen (1)



Annahme: Unternehmen finanziert Ausschüttungen in Höhe von 170
$\Rightarrow$ 50 Einheiten müssen fremdfinanziert werden

Bei risikoäquivalenter Verzinsung gilt bei Gleichberechtigung bisheriger und neuer Gläubiger für den anzusetzenden Forderungsbetrag VK^N:

$$50 = 0,4 \cdot 200 \cdot \frac{VK^N}{VK + VK^N} + 0,6 \cdot VK^N$$

Auflösung nach VK^N führt zu

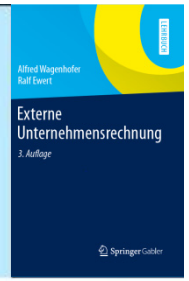
$$(VK^N)^2 + 350 \cdot VK^N - 25.000 = 0 \quad \Rightarrow \quad VK^N = 60,85$$

Wert der Anteile GW_t^{EKN} beträgt

$$GW_t^{EKN} = 120 + 50 + 0,4 \cdot 0 + 0,6 \cdot (400 - 360,85) = 193,49$$

Wertzuwachs: $\Delta GW_t^{EK} = 193,49 - 180 = 13,49$

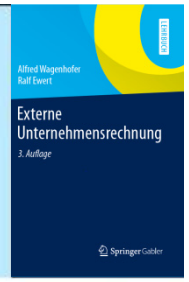
Fremdfinanzierte Ausschüttungen (2)



- **Wert der Forderungen vor fremdfinanzierter Ausschüttung**
  - $W_t^{FK} = 0{,}4 \cdot 200 + 0{,}6 \cdot 300 = 260$
- **Wert der Forderungen**
  - $W_t^{FK+FKN} = 0{,}4 \cdot 200 + 0{,}6 \cdot 360{,}85 = 296{,}51$
- **Wert der Forderungen der bisherigen Gläubiger und Wertminderung**
  - $W_t^{FK} = 300/360{,}85 \cdot 296{,}51 = 246{,}51 \Rightarrow \Delta W_t^{FK} = 246{,}51 - 260 = -13{,}49$

- **Effekte**
  - Wertzuwachs in Höhe von 13,49 Einheiten stammt aus einer Reichtumsverlagerung von den bisherigen Gläubigern
  - Denn die bisherigen Gläubiger müssen sich im Zustand θ_L den Überschuss von 200 mit den neuen Gläubigern teilen
  - Minderung des Wertes der bisherigen Forderungstitel ist über den Weg der Ausschüttungen zu den Eignern gewandert

Unterinvestition



Annahme: In t neue Investition mit I=100 und Cashflows in t+1

$$c^N(\theta_L) = 80\,; \quad c^N(\theta_H) = 150$$

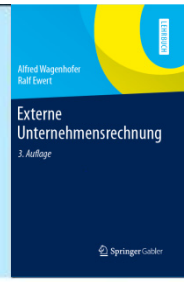
Projekt ist mit Kapitalwert 0,4·80+0,6·150–100 = 22 vorteilhaft

fließt Eignern zu

fließt Gläubigern zu

- **Aus Sicht der Eigner**
  - Projekt ist mit Kapitalwert 0,4·0+0,6·150–100 = –10 unvorteilhaft
  - Gesamtposition der Eigner: GW_t^{EKN} = 120–100+0,4·0+0,6·(550–300) = 170
  - Wertverlust im Vergleich zu vorher: ΔGW_t^{EK} = 170–180 = –10
  - Eigner neigen zu Unterinvestitionen und Unternehmenswert sinkt

Überinvestition



Annahme: In t neue Investition mit I=100 und Cashflows in t+1 :

$$c^N(\theta_L) = -60\,; \quad c^N(\theta_H) = 180$$

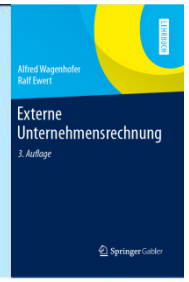
Projekt ist mit Kapitalwert 0,4· (–60)+0,6·180–100 = –16 unvorteilhaft

fließt Eignern zu

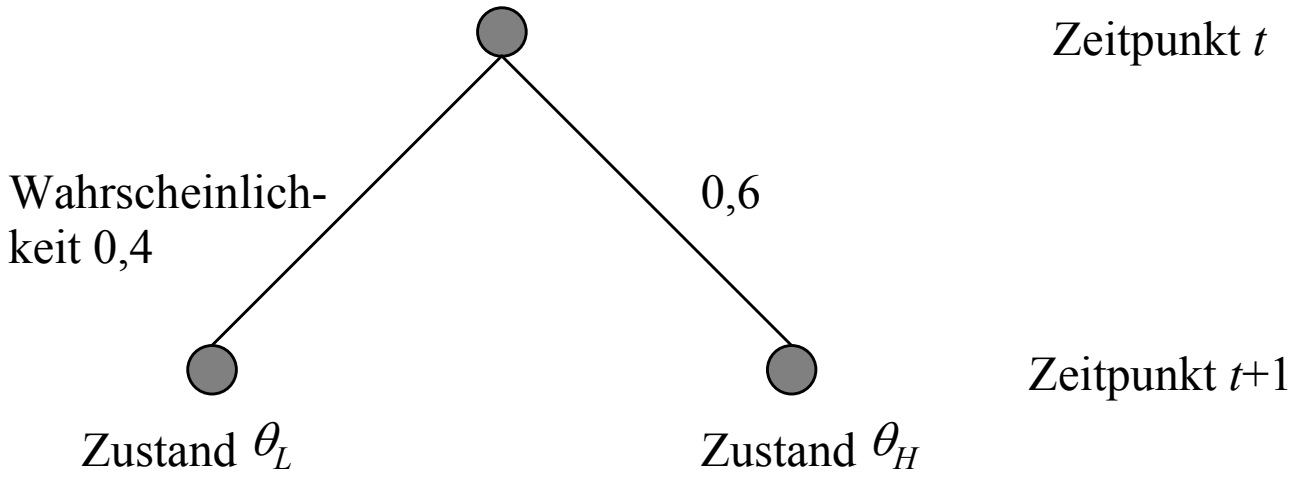
tragen Gläubiger

- **Aus Sicht der Eigner**
  - Projekt ist mit Kapitalwert 0,4·0+0,6·180–100 = 8 vorteilhaft
  - Gesamtposition der Eigner: GW_t^{EKN} = 120–100+0,4·0+0,6·(580–300) = 188
  - Wertzuwachs im Vergleich zu vorher: ΔGW_t^{EK} = 188–180 = 8
  - Eigner neigen zu Überinvestitionen und Unternehmenswert sinkt

Risikoanreizproblem (1)

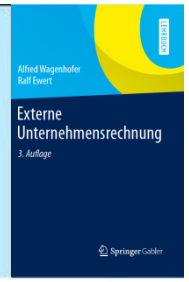


- **Annahme: Eigner können in *t* das bestehende Programm liquidieren und Erlöse in anderes Projekt investieren**



Cashflow $c_{t+1}(\theta)$:	200	400
Cashflow aus Alter-nativprogramm $c^A(\theta)$:	50	500

Risikoanreizproblem (2)



Erwartungswerte der alten und neuen Cashflows

$$0,4 \cdot 200 + 0,6 \cdot 400 = 320$$

$$\underbrace{0,4 \cdot 50}_{\theta_L} + \underbrace{0,6 \cdot 500}_{\theta_H} = 320$$

Cashflow-Einbuße

Trifft ausschließlich die Gläubiger

Cashflow-Erhöhung

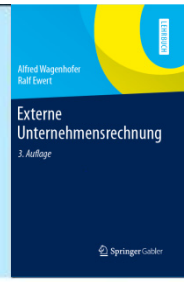
Fließt ausschließlich den Eignern zu

Gesamtwert des Eigenkapitals: $GW_t^{EKA} = 120 + 0,4 \cdot 0 + 0,6 \cdot (500 - 300) = 240$

Die Eigner erhalten den Wertzuwachs: $\Delta GW_t^{EK} = 240 - 180 = 60$

In gleicher Höhe aber Wertminderung der Forderungstitel

Kombination einzelner Agency-Probleme



Kombination einzelner Agency-Probleme

Milderung bestehender Probleme | **Verschärfung** | **Induzierung neuer Probleme**

Das Projekt mit den Cashflows $c^N(\theta_L) = 0$; $c^N(\theta_H) = 150$

ist an sich unvorteilhaft $0,4 \cdot 0 + 0,6 \cdot 150 - 100 = -10$

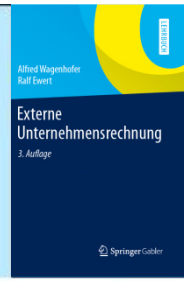
Fremdfinanzierung zur Hälfte führt zu Ansprüchen $VK^N = 60,85$

Gesamtwert des Eigenkapitals: $GW_t^{EKN} = 120 - 50 + 0,4 \cdot 0 + 0,6 \cdot (550 - 360,85) = 183,49$

Für Eigner ergibt sich ein Wertzuwachs von $\Delta GW_t^{EK} = 183,49 - 180 = 3,49$

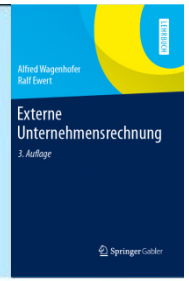
Investition wird aus Eignersicht vorteilhaft, weil sie implizit fremdfinanzierte Dividendenzahlungen und die damit verbundenen Reichtumsverlagerungseffekte eröffnet

Gläubigerschutz durch rationale Erwartungen



- **Annahmen**
  - Rationale Erwartungen der Gläubiger zum Zeitpunkt der Kreditgewährung
  - Dh Gläubiger wissen, dass es ex post Anreize zur Reichtumsverlagerung gibt
  - Gläubiger sind im Durchschnitt in der Lage,
    diese Anreizprobleme zu antizipieren
  - Konkurrenz auf dem Kreditmarkt
    $\Rightarrow$ Kapitalwert der Kredite gleich null
  - Gläubiger schützen sich selbst durch die Gestaltung der Kreditverträge
- **Ergebnis**
  - Eigner tragen zum Zeitpunkt der Kreditvergabe Marktwertminderungen selbst

Gläubigerschutz durch rationale Erwartungen



Eigner maximieren ihren Gesamtwert $GW_0^{EK} = AU_0 + W_0^{EK}$

Aus bisherigen Projekten liegen keine Ausschüttungen vor $AU_0 = -EK_0$

Investitionsvolumen in t_0 $I_0 = EK_0 + FK_0$

Daraus folgt $GW_0^{EK} = W_0^{EK} + FK_0 - I_0$

Wert des Eigenkapitals $W_0^{EK} = W_0 - W_0^{FK}$

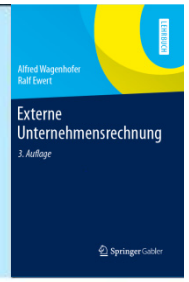
Daraus folgt $GW_0^{EK} = W_0 + \left[FK_0 - W_0^{FK} \right] - I_0$

Rationale Erwartungen der Gläubiger und Konkurrenz auf Kreditmarkt heißt $W_0^{FK} = FK_0$

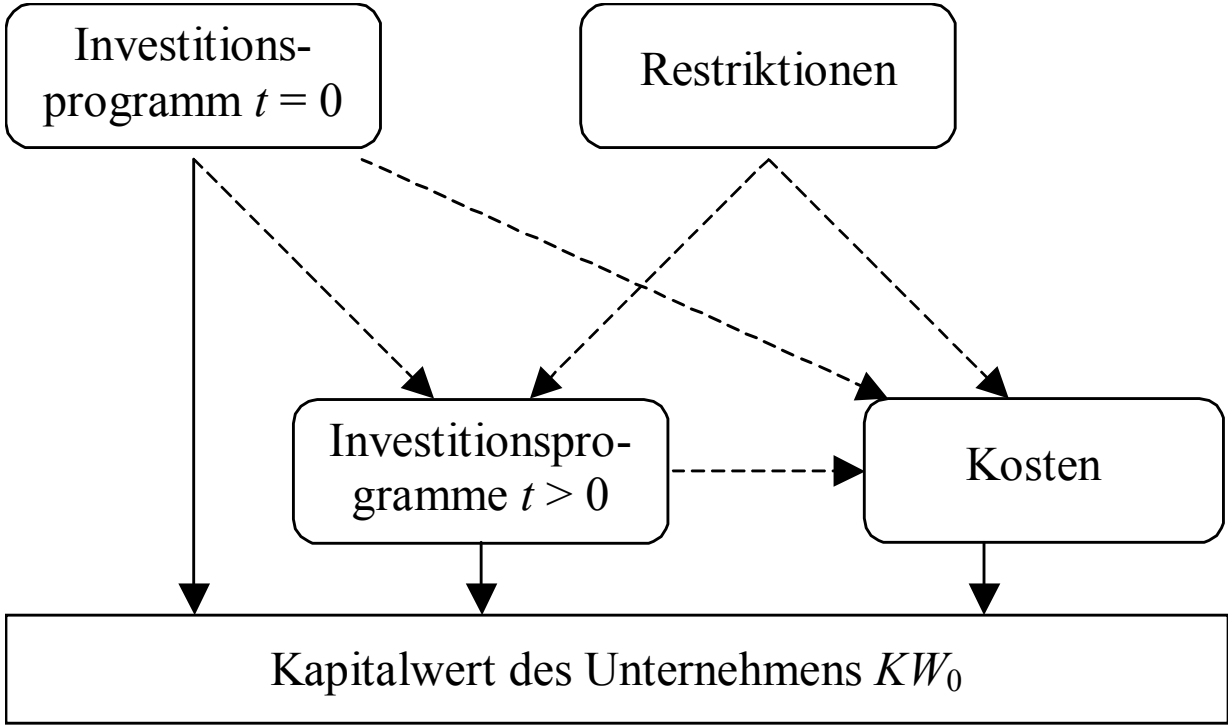
Daraus folgt $GW_0^{EK} = W_0 - I_0 \equiv KW_0$

⇒ *Ex ante* zu maximierende Zielfunktion der Eigner entspricht dem gesamten Kapitalwert des Unternehmens ⇒ Eigner können nicht wirklich von einer späteren Reichtumsverlagerung profitieren.

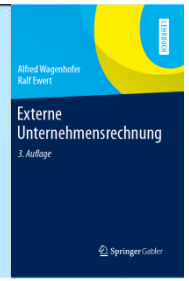
Unternehmenspolitik, Restriktionen und Gläubigerschutz (1)



- **Optimierung von Restriktionen**

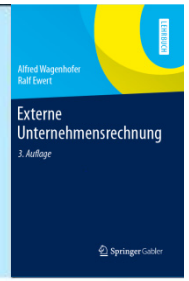


Unternehmenspolitik, Restriktionen und Gläubigerschutz (2)



- **Die Eigner tragen bei rationalen Erwartungen der Gläubiger sämtliche Marktwertminderungen durch fremdfinanzierungsbedingte Agency-Probleme selbst**
- **Interesse der Eigner an deren Milderung**
  - damit günstigere Kreditkonditionen
  - damit Nutzung von Marktwertvorteilen der Fremdfinanzierung
- **Milderung von Agency-Problemen zB durch**
  - spezifische Finanzinstrumente
  - Vereinbarungen in Kreditverträgen (*Covenants*)

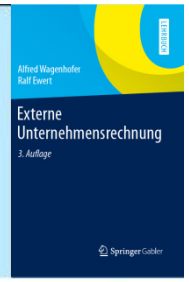
Unternehmenspolitik, Restriktionen und Gläubigerschutz (3)



- **Formulierung von Restriktionen auf Basis von Rechnungslegungsgrößen**
- **Restriktionen beeinflussen künftige Unternehmenspolitik nach Kreditgewährung**
  - *Investment opportunity set* (IOS) beeinflusst maßgeblich die Vorteilhaftigkeit von Restriktionen
- **Festlegung von Restriktionen ist mit Kosten der Vertragsschließung und -überwachung verbunden**

Werden von der heutigen und künftigen Unternehmenspolitik beeinflusst

Unternehmenspolitik, Restriktionen und Gläubigerschutz (4)

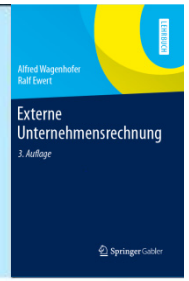


- **Eigner haben ein Investitionsprogramm und ein optimales Portfolio von Restriktionen zu bestimmen**

Künftige Programme | Restriktions-kosten | Zahlungs-strukturen

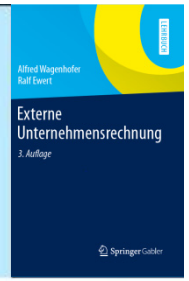
- **Die Restriktionen beinhalten jenes Maß an Gläubigerschutz, welches sich für das konkrete IOS des Unternehmens unter Berücksichtigung der Restriktionskosten als optimal erweist**

Unternehmenspolitik, Restriktionen und Gläubigerschutz (5)



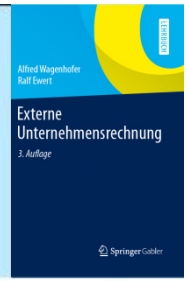
- **Gläubigerschutz und Allokation**
  - Rationale Erwartungen schützen Kreditgeber
    - Marktwertkonsequenzen werden auf Eigner „durchgerechnet“
    - Es bleibt ex ante alleine die Allokationsverzerrung
  - Gläubigerschutz behebt diese, ist aber nicht kostenlos zu haben und kann neue Allokationsverzerrungen induzieren
  - Alle Tradeoffs schlagen sich bei den Eignern nieder
- **⇒ Es gibt ein „optimales“ Maß an Gläubigerschutz**

Unternehmenspolitik, Restriktionen und Gläubigerschutz (6)

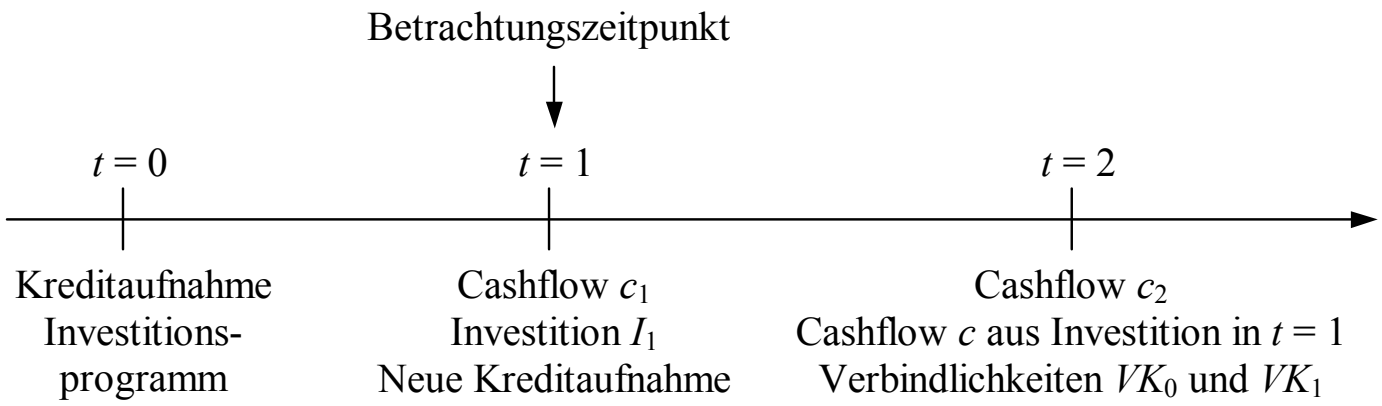


- **Keine Betonung der Informationsfunktion**
- **Rechnungslegung hat im Szenario nicht primär eine Informationsfunktion**
  - Es ist freilich nicht ausgeschlossen, dass Informationen generiert werden
- **Hohe Information der Gläubiger ist kein Substitut für Restriktionen**
- **Gläubiger sind geschützt durch ihre rationalen Erwartungen und ihre Fähigkeit, die Forderungstitel im Durchschnitt korrekt zu bewerten**

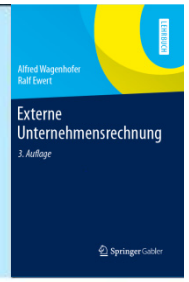
Wirkung bilanzieller Ausschüttungsrestriktionen (1)



- **Ist das HGB wegen seiner Betonung der Vorsicht quasi das gläubigerschützende System, während andere Systeme dafür weniger geeignet sind?**
- **Szenario zur Analyse bilanzieller Ausschüttungsrestriktionen**



Wirkung bilanzieller Ausschüttungsrestriktionen (2)



Eigenschaften bilanzieller Ausschüttungsrestriktionen

Restriktion $AU_1 \leq \max\{g_1;0\}$ $\quad g_1 = c_1 - PA$

Gewinn g_1 als Zahlungsüberschüsse modifiziert um Periodenabgrenzungen

$$AU_1 \leq \max\{c_1 - PA;0\}$$

Eigenfinanzierte Ausschüttungen bergen keine Gefahr von Reichtumsverlagerungen

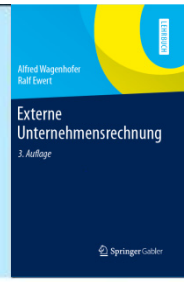
$$AU_1 \leq \max\{c_1 - PA;0\} + EK_1^N$$

Finanzierungsbedingung: Sämtliche Auszahlungen müssen durch sämtliche Einzahlungen gedeckt sein

$$AU_1 + I_1 = c_1 + EK_1^N + FK_1$$

Daraus folgt: $I_1 \geq \min\{PA;c_1\} + FK_1$ bzw $I_1 \geq PA + \min\{0;g_1\} + FK_1$

Wirkung bilanzieller Ausschüttungsrestriktionen (3)



Eigenschaften bilanzieller Ausschüttungsrestriktionen

$$I_1 \geq PA + \min\{0; g_1\} + FK_1$$

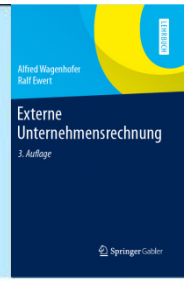
Die Restriktion ist gleichbedeutend mit Untergrenze für das Investitionsvolumen in $t = 1$

Investitionsvolumen-untergrenze

Jede weitere Fremdfinanzierung in t = 1 führt zu einem Investitionserfordernis in gleicher Höhe, so dass fremdfinanzierte Ausschüttungen unterbunden werden

Finanzierungs-restriktion

Wirkung bilanzieller Ausschüttungsrestriktionen (4)



Die „schöne“ Seite des Vorsichtsprinzips

Annahmen

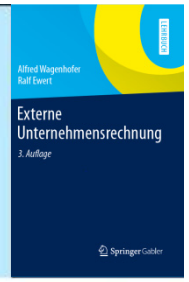
- **Restriktion im Kreditvertrag: keine weitere Fremdkapitalaufnahme in t = 1, dh FK1 = 0**
  - Keine fremdfinanzierten Ausschüttungen
  - Keine anteilige Fremdfinanzierung neuer Projekte in t = 1
  - Finanzierung aller Zusatzinvestitionen durch Eigenkapital

⇒ Ausschüttungsrestriktion

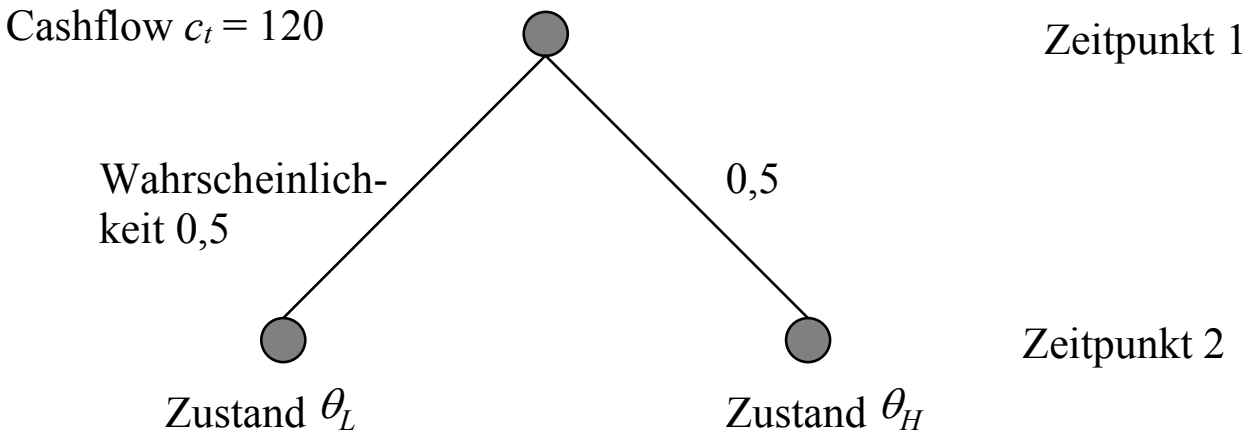
$$I_1 \geq PA + \min\{0; g_1\}$$ = reine Untergrenze für das Investitionsvolumen!

Strenge der Restriktion durch Periodenabgrenzungen *PA*
Investitionserfordernis steigt monoton mit *PA*
Höhere Differenzen *PA* — vorsichtigere Bewertung

Wirkung bilanzieller Ausschüttungsrestriktionen (5)

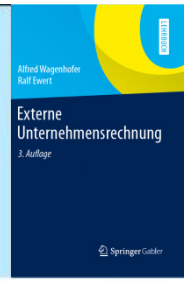


Beispiel einer vorsichtigen Bewertung



Cashflow $c_{t+1}(\theta)$:	100	400
Verbindlichkeit VK_0:	250	250

Wirkung bilanzieller Ausschüttungsrestriktionen (6)



Anlagemöglichkeiten des Unternehmens in t_1

$$I_1 = IF_1 + IR_1$$

Finanzinvestition IF_1 am Kapitalmarkt zum risikolosen Zinssatz von (vereinfacht) null

Realinvestition IR_1 mit Auszahlung 100

$$c(\theta_L) = 50; \quad c(\theta_H) = 180$$

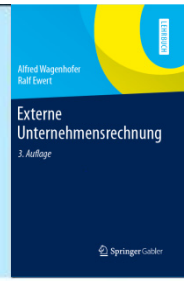
Kapitalwert

$$0{,}5 \cdot c(\theta_L) + 0{,}5 \cdot c(\theta_H) - IR_1 = 0{,}5 \cdot 50 + 0{,}5 \cdot 180 - 100 = 15$$ **vorteilhaft**

Kapitalwert ohne Ausschüttungsrestriktion aus Eignersicht

$$0{,}5 \cdot 0 + 0{,}5 \cdot c(\theta_H) - IR_1 = 0{,}5 \cdot 180 - 100 = -10$$ **unvorteilhaft**

Wirkung bilanzieller Ausschüttungsrestriktionen (7)



Kapitalwert der Finanzinvestition aus Eignersicht

$$0,5 \cdot 0 + 0,5 \cdot IF_1 - IF_1 = -0,5 \cdot IF_1$$ **unvorteilhaft**

Bei Ausschüttungsbegrenzung der Form $I_1 \geq PA + \min\{0; g_1\}$

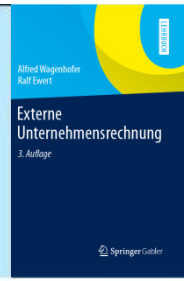
beträgt der Kapitalwert der Finanzinvestition $0,5 \cdot PA - PA = -0,5 \cdot PA$

Durch Vergleich mit dem Kapitalwert des Realprojekts aus Eignersicht ergibt sich der kritische Wert

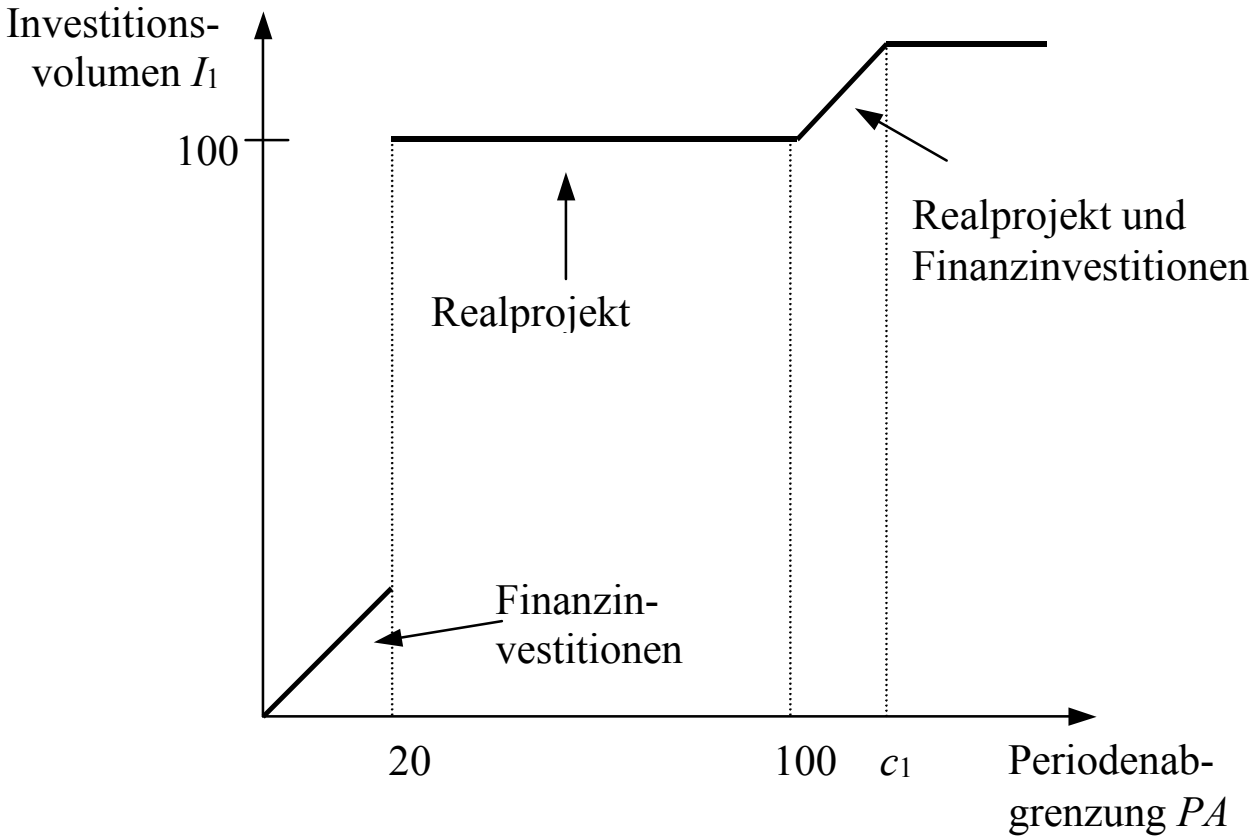
$$-0,5 \cdot P\hat{A} = -10 \quad \Rightarrow \quad P\hat{A} = 20$$

Ab einer Höhe der Periodenabgrenzungen von 20 lohnt sich eine Investition in das Realprojekt

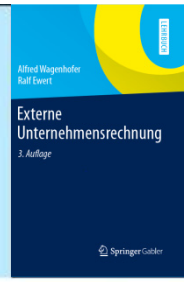
Wirkung bilanzieller Ausschüttungsrestriktionen (8)



Wirkung einer vorsichtigeren Bewertung auf das Investitionsvolumen



Wirkung bilanzieller Ausschüttungsrestriktionen (9)



Die „dunkle“ Seite des Vorsichtsprinzips

Anlagemöglichkeiten des Unternehmens in t_1

$$I_1 = IF_1 + IR_1$$

Finanzinvestition IF_1 am Kapitalmarkt zum risikolosen Zinssatz von (vereinfacht) null

Realinvestition IR_1 mit Auszahlung 100

$$c(\theta_L) = -50; \quad c(\theta_H) = 180$$

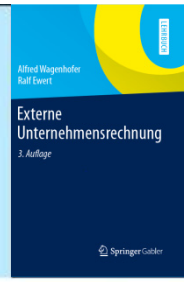
Kapitalwert

$$0{,}5 \cdot c(\theta_L) + 0{,}5 \cdot c(\theta_H) - IR_1 = 0{,}5 \cdot (-50) + 0{,}5 \cdot 180 - 100 = -35$$ **unvorteilhaft**

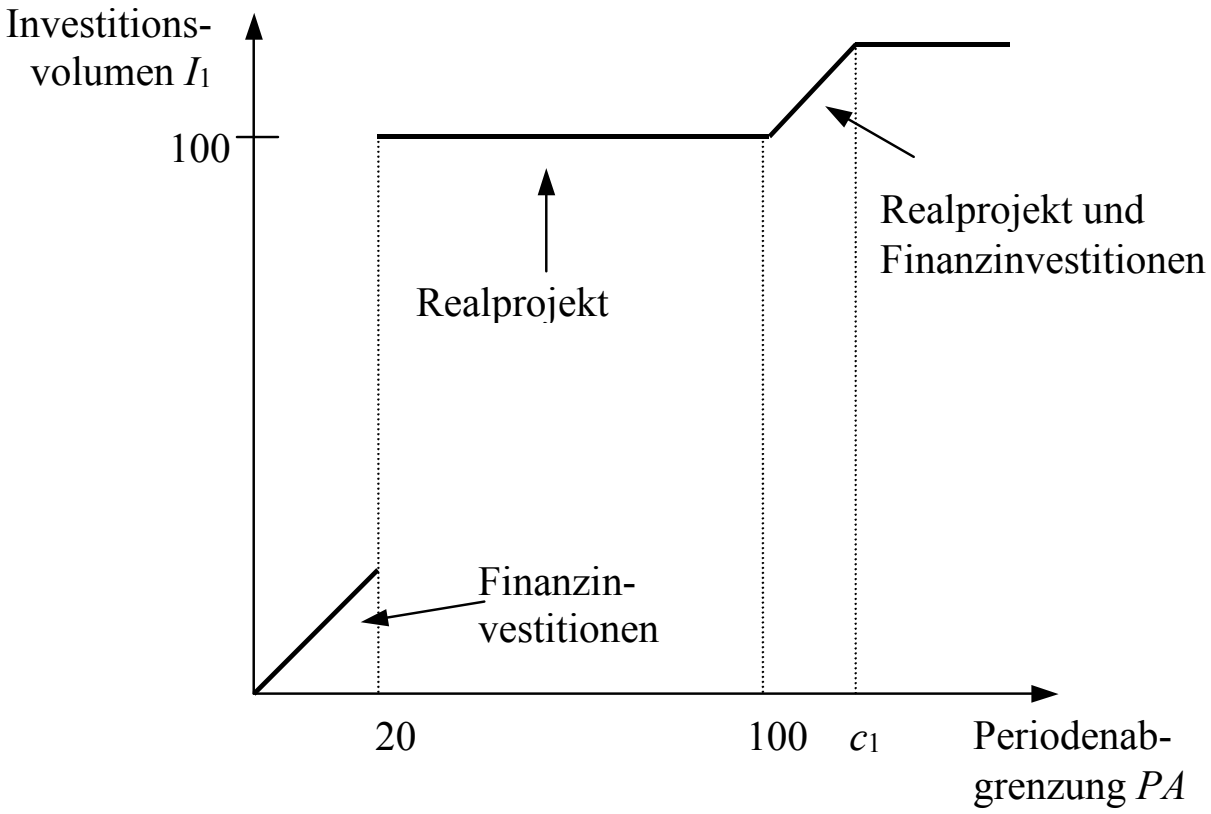
Kapitalwert ohne Ausschüttungsrestriktion aus Eignersicht:

$$0{,}5 \cdot c(\theta_H) - IR_1 = 0{,}5 \cdot 180 - 100 = -10$$ **unvorteilhaft**

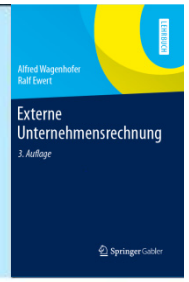
Wirkung bilanzieller Ausschüttungsrestriktionen (10)



Kritischer Wert für PA ändert sich nicht, es gilt weiterhin

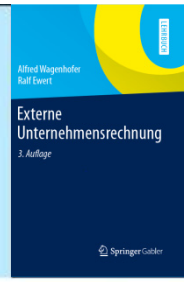


Wirkung bilanzieller Ausschüttungsrestriktionen (11)



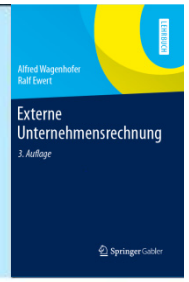
- **Daraus folgt aus Eignersicht:**
  - Realprojekt ist mit anderen Überschüssen verbunden
    - ⇒ Konsequenzen für das Vorsichtsprinzip kehren sich um
  - Es wäre in diesem Fall besser, auf eine Ausschüttungsbeschränkung ganz zu verzichten!
  - Ohne eine solche Restriktion
    - Ausschüttung
  - Mit der Restriktion
    - Unternehmenswert bestenfalls konstant (bei wertneutraler Investition am Kapitalmarkt)
    - oder vernichtet (auf Grund einer Überinvestition)

Wirkung bilanzieller Ausschüttungsrestriktionen (12)



- **Daraus folgt aus Gläubigersicht Folgendes:**
  - Solange die Differenz PA ≤ 20
    - positiver Effekt
      (Investition in sichere Finanzanlagen)
  - PA > 20
    - Durchführung des Realprojekts
      ⇒ Verschlechterung der Gläubigerposition
  - PA > 100
    - wieder Investition in Finanzanlagen aber in relativ geringem Umfang
      ⇒ Verlust von 50 durch Realprojekt wird nicht ausgeglichen

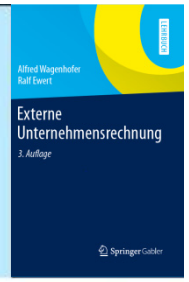
Manager-Eigner-Konflikte
Grundlagen



- **Die Annahme, die Manager handelten stets im Interesse der Eigner, wird nun aufgehoben**
- **Manager-Eigner-Konflikte mit Wirkung auf**

  - **Eigner-Gläubiger-Konflikt** (Reichtumsverlagerung möglicherweise geringer)
  - **Kompetenzabgrenzung zwischen Management und Hauptversammlung** (Gewinnverwendung)

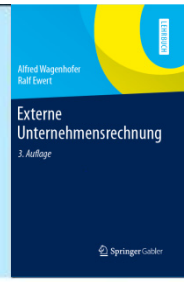
Eigenfinanzierungsbedingte Agency-Probleme



- **Trennung zwischen Eigentum und Verfügungsgewalt über die Ressourcen des Unternehmens**
- **Grundlage: *Jensen/Meckling* (1976)**
  - Unternehmer wendet sich an externe Eigner, um ein geplantes Programm finanzieren zu können
  - Unternehmer erhält Dispositionsbefugnis und wird Eigner-Manager
  - Unternehmer besitzt bei externer Eigenfinanzierung nur noch einen Anteil am Erfolg

Agency-Probleme

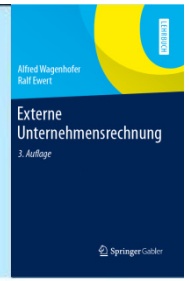
Manager-Eigner-Konflikte
Konsum von *„fringe benefits“*



- **Direkter nichtpekuniärer Nutzen**
  - zB Dienstwagen
    - Unternehmer zieht vollen nichtpekuniären Nutzen aus Dienstwagen
    - trägt nur Teil der Kosten
- **Wer trägt die Kosten?**
  - Eigner berücksichtigen eventuelle Allokationsverzerrung im Preis ihrer Anteile
  - Unternehmer trägt letztlich selbst die Nachteile einer möglichen Allokationsverzerrung
  - Vorteil für Unternehmer durch Einsatz von
    - *Monitoring*-Mechanismen
    - *Bonding*-Mechanismen

    } zB Anreizsysteme, die an Größen des Rechnungswesens anknüpfen

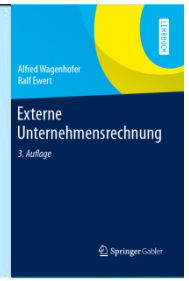
Manager-Eigner-Konflikte
Free Cash Flow



- **Grundlage: *Jensen* (1986)**
- **Manager haben Anreize, die Ressourcen unter ihrer Kontrolle zu maximieren**
- **Gründe**
  - Macht, Prestige und Einfluss
  - Schaffung von Unternehmenswachstum
    - genügend Beförderungsmöglichkeiten für nachgeordnete Managementebenen
    - „Anreizversprechen“ können eingelöst werden
  - Unternehmensgröße
    - positive Beziehung zur Höhe der Entlohnung des Managements
  - Tendenzen zur Überinvestition

“The problem is how to motivate managers to disgorge the cash rather than investing it at below the cost of capital or wasting it on organizational inefficiencies“ Jensen (1986)

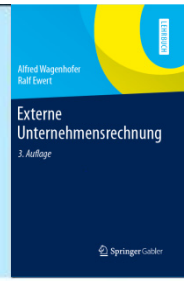
Manager-Eigner-Konflikte
Unterschiedliche Risikopräferenzen



- **Unternehmensrisiken haben für Eigner und Manager unterschiedliche Bedeutung**
  - für Eigner ist nur Risikoanteil relevant, welcher nicht durch Diversifikation im eigenen Portfolio entfernt werden kann
  - für Manager individuelles Unternehmensrisiko bedeutsam
    - Wert ihres Humankapitals ist damit verbunden

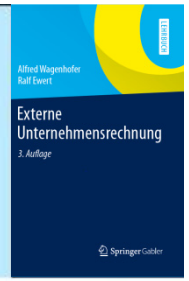
- **Mögliche Lösung dieses Konflikts**
  - Entlohnung des Managements mit Aktienoptionen

Manager-Eigner-Konflikte
Ausschüttungsbemessung



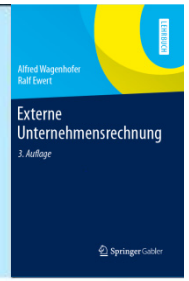
- **Zusammenhang mit *Corporate Governance*-Struktur**
  - Rechtsvergleichende Studie von L*a Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny* (1998)
    - In Ländern mit ***common law*-Tradition** (zB USA, Großbritannien, Australien) sind die Einwirkungsrechte und die Schutzbestimmungen von Aktionären insgesamt deutlich höher ausgeprägt als in Staaten mit ***civil law*-Tradition** (zB Deutschland, Österreich, Schweiz, Frankreich)
    - Regeln zu einer eventuellen **Mindestausschüttung** gibt es nur in Ländern mit ***civil law*-Tradition**, und diese Regelungen lassen sich als **Kompensation für den ansonsten schlechten Aktionärsschutz** erklären
  - Analoge Zusammenhänge wie beim Gläubigerschutz
    - Isolierte Diskussion stets verkürzt und setzt am falschen Ende an

Vorschläge zur Änderung der Ausschüttungsregelungen



- **Kompetenzverteilung der Gewinnverwendung**
  - Maßgebliche Rolle der Hauptversammlung
    - Ausweitung der Kompetenz der Hauptversammlung auf den gesamten Jahresüberschuss und den Bestand an freien Gewinnrücklagen
    - Zwangsausschüttungen (in Höhe des gesamten Jahresüberschusses oder in einem festen Betrag)
  - Frage: Ist Politik der Hauptversammlung im Durchschnitt besser als diejenige der Verwaltung?
    - Ist Aktionär nur in geringem Umfang an einem Unternehmen beteiligt, hat er keinen großen Anreiz, sich umfangreich über das Unternehmen zu informieren
    - Asymmetrische Informationsverteilung zwischen Management und Hauptversammlung
    - Aktionäre sind auf Informationen des Managements über die verfügbaren Projekte angewiesen

Vorschläge zur Änderung der Ausschüttungsregelungen



Man hat in gewisser Weise die Wahl zwischen einer informierten, aber ggf auch durch Überinvestitionen gekennzeichneten Politik des Managements und einer weniger informierten Politik der Hauptversammlung, die sowohl Über- als auch Unterinvestitionsprobleme aufweisen kann.

- Wenig konkrete Schlüsse für die Fragen der Gewinnverwendungskompetenzen
- Allzu starke Bilanzierungswahlrechte des Managements sind problematisch
- Zurückhaltung im Hinblick auf das Vorsichtsprinzip