

Inhaltsverzeichnis

1 Einführung	
Kapitalkosten, Finanz- und Investitionspolitik	17
2 Vierzig Jahre Corporate Finance	
Finanzierungstheorie und Kapitalkostenkonzepte	
2.1 1958 – die Geburtsstunde der «Modern Finance» und des «Cost of Capital Concept»	21
2.2 Modern Portfolio Theory und CAPM – Risk-Return und Asset Pricing	24
2.3 Dividendenpolitik und Leasing-Analyse als weitere Schwerpunkte	25
2.4 Option Pricing und Agency Theory als Angelpunkte der modernen Finanztheorie	26
2.5 Integrierte Konzepte, Cash-flow-Orientierung und Cost of Capital	28
2.6 Value-at-Risk-Konzepte, Risikomanagement und Falsifizierung des CAPM	29
2.7 Zusammenfassung, Folgerungen, Ausblick	32
Literatur	34

3 Kapitalkosten-Handhabung grosser Schweizer und US-Gesellschaften im Vergleich

3.1	Problemstellung und WACC-Thematik	35
3.2	Corporate-Finance-Theorie, Internationalisierung und externe Finanzanalyse als Treiber	37
3.2.1	Corporate Finance-Theorie und Finanzmanagement	37
3.2.2	Auswirkungen der Internationalisierung	37
3.2.3	Einfluss der professionellen Finanzanalyse	38
3.3	Aktuelle Analyse der Schweizer WACC-Praxis	38
3.4	Praxis grosser Schweizer Gesellschaften	39
3.4.1	Wertorientierung, EVA- und DCF-Anwendungen	39
3.4.2	Diskontierungsrate, Kapitalkosten und Kapitalstruktur	39
3.4.3	Bestimmung der Fremdkapital- und Eigenkapitalkosten	40
3.4.4	Aktualisierungsrhythmen	41
3.4.5	Alternative WACC-Verwendung	42
3.5	Fortschritte in der wertorientierten Führung	42
3.6	Zusätzliche Gesichtspunkte	45
3.7	Folgerungen und Empfehlungen	46
	Literatur	47

4 Optionstheoretische Analyse von Fremdkapitalkontrakten und Credit Risk Spreads

Ein integrierter Ansatz

4.1	Problemstellung	49
4.2	Alternative Credit-Spread-Bestimmung und Option Pricing Model	52
4.3	Credit Spread-Bestimmung auf der Basis des Optionspreismodells	55
4.4	Ausfallwahrscheinlichkeit, Ausfallhöhe und Ausfallrisiko	57
4.4.1	Problemstellung	57
4.4.2	Schätzung der Ausübungswahrscheinlichkeit	58

4.4.3	Numerischer Lösungsansatz (15-stufiges Binomialmodell)	60
4.4.4	Modifizierter Lösungsansatz (169-stufiges Binomialmodell)	62
4.5	Spezifische Risikozuschläge als Credit-Spread-Elemente .	63
4.6	Herleitung der Rendite-Risikoprämie	64
4.7	Credit-Spread-Bestimmung seitens der Bank	68
4.8	Gesamtzusammenhänge in integrierter Darstellung	71
4.9	Zusammenfassung und Folgerungen	74
	Literatur	76

5 Finanzstrukturgestaltung, Kapitalkosten und Risikopolitik aus options- und agency-theoretischer Sicht

5.1	Einführung und Problemstellung	77
5.2	Kapitalgeberpositionen und implizite Optionen	80
5.3	Bewertung des Eigenkapitals als Call-Option (Beispiel) ..	82
5.4	Theoretische Bestimmung risikogerechter Fremdkapitalzinssätze	84
5.4.1	Wertherleitungen am konkreten Beispiel	84
5.4.2	Annahmen zur Volatilität	86
5.4.3	Zwischenfazit	86
5.5	Weitere Folgerungen für die Finanz- und Kreditpolitik ...	88
5.5.1	Fremdfinanzierung bei hohem Geschäftsrisiko	88
5.5.2	Leverage-Ausweitung bei tiefem Geschäftsrisiko ..	89
5.5.3	Geschäftsrisiko-Konstellation und Kapitalstrukturgestaltung	90
5.5.4	Analysemöglichkeiten und Sensitivitätsbetrachtungen	93
5.6	Bedeutung für die Kreditpolitik von Banken	94
5.7	Zusammenfassung, Folgerungen und empirische Evidenz .	97
	Literatur	100

6 Tax-Shield-Bewertung und Adjusted Present Value im Rahmen des Discounted Cash-flow-Konzepts

6.1	Problemstellung	101
6.2	Kapitalstruktur, Gewinnsteuern und Risiko	103
6.2.1	Risikokonstellation bei Vernachlässigung von Gewinnsteuereinflüssen	103
6.2.2	Gewinnsteuern im Rahmen der DCF-Analyse	104
6.2.3	Szenarien zur Tax-Shield- und WACC-Herleitung	105
6.2.3.1	Mögliche Rahmenbedingungen	105
6.2.3.2	Szenario Fall 1	107
6.2.3.3	Szenario Fall 2	108
6.2.4	Zur Plausibilität der alternativen Szenarien	109
6.3	Ausgangslage des Beispiels	111
6.4	Alternative Unternehmenswert-Herleitungen (Fall 1)	114
6.4.1	«Klassisches», steueradjustiertes WACC-Konzept	114
6.4.2	Exakte Steuerberücksichtigung	115
6.4.3	Modifiziertes WACC-Konzept	116
6.4.4	Adjusted-Present-Value-Ansatz	117
6.5	Analyse der Bewertung des Tax Shields	119
6.5.1	Verwendung unterschiedlicher Kapitalisierungssätze	119
6.5.2	Zusätzliche Erläuterungen zum «modifizierten» WACC-Ansatz	120
6.5.3	Systematische Übersicht	121
6.6	Alternative Unternehmenswert-Herleitungen (Fall 2)	125
6.6.1	«Klassisches» (steueradjustiertes) WACC-Konzept	125
6.6.2	Exakte Steuerberücksichtigung	128
6.6.3	WACC-Ansatz in modifizierter Form	129
6.6.4	Adjusted Present Value-Ansatz	129
6.6.5	Equity-Approach (FTE-Ansatz)	130
6.6.6	Übersicht über die Resultate	132
6.7	Möglichkeiten und Probleme auf Anwenderseite	132
6.7.1	Zum Equity-Ansatz (FTE-Approach)	132
6.7.2	Zum Entity-Approach auf WACC-Basis	132
6.7.3	Zum Adjusted-Present-Value-Approach	133
6.7.4	Verwendung «exogener» Rendite-Targets	134

6.8	Einfluss der investorensseitigen Steuerbelastung	135
6.8.1	Zur Steuerproblematik	135
6.8.2	Beispiel zur Sicht der privaten Aktionäre	136
6.8.3	Beispiel zum Steuervorteil des Fremdkapitals insgesamt	137
6.8.4	Konsequenzen für die Steueradjustierung	139
6.9	Folgerungen aus theoretischer und praktischer Sicht	139
6.9.1	Generelle Bemerkungen	139
6.9.2	WACC-Ansatz	140
6.9.3	APV-Ansatz	141
6.9.4	Weitere Folgerungen	142
6.10	Quintessenz: sieben Thesen	143
	Literatur	145
7	Risikobehaftetes Fremdkapital und Kapitalkosten aus theoretischer und praktischer Sicht	
7.1	Problemstellung	147
7.2	Kapitalkosten, Steuern und Risiko-Rendite-Zusammenhänge	150
7.3	Beispiel bei risikolosem Fremdkapital	152
7.3.1	Ausgangslage	152
7.3.2	EBIT-Komponenten und Kapitalkosten	153
7.3.3	Konzept des steueradjustierten WACC	154
7.3.4	Passivseitige Kapitalkosten-Herleitung	156
7.4	Konsequenzen aus risikobehafteten Verbindlichkeiten	156
7.4.1	Nachweis des Kreditrisiko-Spreads anhand des Optionspreismodells	156
7.4.2	Fremdkapitalzinssatz und Renditeerwartung der Gläubiger	158
7.4.3	Komponenten des Gesamtrisiko-Spreads	159
7.4.4	Zur Optik der kreditgebenden Bank	160
7.5	Beispiel mit risikobehaftetem Fremdkapital	161
7.5.1	Risikoreduzierte Eigenkapitalkosten	161
7.5.2	Mögliche Inkonsistenzen bei der WACC-Herleitung	161
7.5.3	Nachweis verzerrter Unternehmenswerte	163
7.5.4	Anwendung des Adjusted-Present-Value-Ansatzes	164

7.5.5	Stellenwert des Flow to Equity-Ansatzes	166
7.5.6	Erweitertes Anwendungsbeispiel	167
7.6	Weitere Tücken des Kapitalkostenkonzepts	169
7.6.1	Herleitung des unlevered beta	169
7.6.2	Bestimmung des unlevered beta im Beispiel	170
7.6.3	Mögliche Verzerrungen durch das relevering	171
7.7	Vorläufiges Fazit und Erweiterung der Problemanalyse	173
7.7.1	Rahmenbedingungen des CAPM als Basis	173
7.7.2	Risikopolitische Konsequenzen des CAPM	174
7.7.3	Weitere Überlegungen aus innerbetrieblicher Sicht	176
7.7.3.1	Beispiel Firma C	176
7.7.3.2	Beispiel Firma A und Firma B	177
7.7.4	Kapitalkosten, Risikoauffassung und Cash-flow-Projektion	179
7.7.5	Vertiefungsbeispiel	180
7.8	Finanzmanagement-Perspektive im Hinblick auf weitere Zielgrößen	182
7.9	Zusammenfassung und Folgerungen	184
	Literatur	186

8 High Yield Debt als Finanzierungsinstrument

Kapitalkosten, Risikokonstellation und Agency-Aspekte

8.1	Vorbemerkungen	187
8.2	High Yield Debt als Finanzierungsinstrument	188
8.2.1	Eigenkapital und Fremdkapital	188
8.2.2	Risikokapital und Gläubigerkapital	189
8.2.3	Risikobehaftetes Fremdkapital und Risikokosten	189
8.2.4	Entstehung und Charakter risikobehafteter Verbindlichkeiten	189
8.2.5	Beispiele zur Entstehung von High Yield Bonds	192
8.2.6	Analytische Betrachtung von High Yield Debt und High Yield Bonds	194
8.3	High Yield Bonds bzw. Junk Bonds als Anlagemöglichkeiten	194
8.3.1	Ursprung und Entwicklung des High Yield Bond-Segments in den USA	194
8.3.2	Chancen und Risiken aus Investorensicht	195

8.3.3	«Originäre» und «situationsbedingte» High Yield Bonds	195
8.3.4	Marktnachfrage nach hochverzinslichen Bonds und Notes	196
8.4	Beispiel zur High-Yield-Bond-Finanzierung	197
8.4.1	Ausgangslage	197
8.4.2	Überlegungen zur Risikokonstellation	198
8.4.3	Risiken auf Eigenkapital und Fremdkapital	199
8.4.4	Aussageziele des Beispiels	200
8.4.5	Analytische Erläuterungen zu den Fremdkapitalkonditionen	200
8.5	Risiko-Rendite-Analyse und Aspekte der Anreizbildung ..	202
8.5.1	Einführung: Bestimmung der Fremdkapital-Betas ..	202
8.5.2	Renditeerwartungen der Investoren	204
8.5.3	Renditeerwartungen und Zinsforderungen	204
8.5.4	Chancen-Risiken-Profile auf Basis Endvermögen ..	206
8.5.5	Risiko-Rendite-Profile aus Sicht der Kapitalgeber ..	211
8.5.6	Agency-Problematik und Anreizbildung	212
8.6	Weitere Gesichtspunkte aus finanz- und risikopolitischer Sicht	213
8.6.1	Kritisches Renditeniveau und Investorenrendite ..	213
8.6.2	Vertiefte optionstheoretische Überlegungen	214
8.6.3	High-Yield-Bond-Position als «Bullish vertical Spread»	216
8.6.4	Wertsensitivitäten in Bezug auf Unternehmenswertänderungen	217
8.6.5	Wertsensitivitäten hinsichtlich Volatilitätsveränderungen	218
8.6.6	Wertrelevante Gesichtspunkte aus praktischer Sicht	219
8.7	Zusammenfassung, Folgerungen und Empfehlungen	220
	Literatur	223

9 Aktienrückkäufe und Eigenkapitalherabsetzungen

Finanzpolitik und optimaler Werttransfer

9.1	Problemstellung	225
9.2	Finanzpolitische Grundsatzüberlegungen	228
9.2.1	Finanzstruktur und Wertmanagement	228
9.2.2	Kapitalstrukturgestaltung und Werttransformation ..	229

9.2.3	Investitionsflexibilität und «Financial slack»	230
9.2.4	Signalling-Effekte	230
9.2.5	Bedeutung der Motive in der Praxis	231
9.3	Beispiel zu den Auswirkungen eines Aktienrückkaufs . . .	233
9.4	Risiko-Rendite-Wirkungen der Eigenkapitalreduktion . . .	235
9.4.1	Veränderung und Stellenwert der Earnings per Share	235
9.4.2	Risikopolitische und wertbezogene Konsequenzen	235
9.4.3	Überlegungen zur Price Earnings Ratio und zu Earnings per Share	237
9.4.4	Aktienrückkauf mit Fremdfinanzierung als Szenario 2	238
9.5	Analytische Konsequenzen aus risikobehaftetem Fremdkapital	240
9.5.1	Risikoexposition des Fremdkapitals und Risiko auf Gläubigerseite	240
9.5.2	Risiko-Shift vom Fremd- zum Eigenkapital im Szenario 1	241
9.5.3	Konsequenzen für das Szenario 2	242
9.5.4	Präzisierung der Risikoanalyse für das Fremdkapital	242
9.6	Marktunvollkommenheiten, Steuer- und Agency-Einflüsse	244
9.6.1	Vorbemerkungen	244
9.6.2	Steuerbedingte Wertpotenziale	245
9.6.3	Weitere wertrelevante Einflussfaktoren	246
9.7	Zusammenfassung und Folgerungen	249
	Literatur	251

10 Optionsbewertung und Optionspreistheorie

Eine integrierte didaktische Darstellung

10.1	Einleitung und Zielsetzung	253
10.2	Capital Asset Pricing Model, Aktien- und Optionspreisbildung	256
10.2.1	Beispiel einer Call-Optionsbewertung auf CAPM-Basis	256

10.2.2	Veränderte Risikoaversion und risikoneutrale Investoren	259
10.2.3	Folgerungen für die Optionswertbildung	261
10.3	Optionswertherleitung auf Replikationsbasis	263
10.3.1	Grundidee und Illustration am Beispiel	263
10.3.2	Beispiel zur Call- und Put-Wertbildung	265
10.3.3	Zusätzliche Erläuterungen zur Put-Call-Parität	267
10.4	Von der Replikation zum Binomial-Modell	268
10.4.1	Vorbemerkungen	268
10.4.2	Binomial-Modell unter der Annahme von Risikoneutralität	269
10.4.3	Wesen und Inhalt von Delta und Leverage	271
10.5	Binomial-Modell, Capital Asset Pricing Model und Ausübungswahrscheinlichkeit	272
10.6	Mehrstufige Binomial-Modelle und Black/Scholes-Ansatz	274
10.6.1	Beispiel zum zweistufigen Binomial-Modell	274
10.6.2	Mehrstufige Binomial-Modelle	274
10.6.3	Optionspreismodell nach Black/Scholes	276
10.7	Beispiel zur Illustration der verschiedenen Wertherleitungen	280
10.7.1	Ausgangslage des Beispiels	280
10.7.2	Bewertung auf Basis des Black/Scholes-Modells	281
10.7.3	Bewertung auf Basis von Binomial-Modellen	283
10.7.4	Binomial- und B/S-Modell im Vergleich und Put-Bewertung	285
10.8	Zusammenfassung und Folgerungen	286
	Literatur	288
	Literaturverzeichnis	289
	Stichwortverzeichnis	301
	Der Autor	311