

LEHRBUCH

Paul | Horsch | Kaltofen | Uhde | Weiß

Unternehmerische Finanzierungspolitik

Eine wertorientierte Einführung



SCHÄFFER
POESCHEL



SCHÄFFER

POESCHEL

Stephan Paul/Andreas Horsch/Daniel Kaltofen/
André Uhde/Gregor Weiß

Unternehmerische Finanzierungspolitik

Eine wertorientierte Einführung

2017

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Prof. Dr. Stephan Paul, Lehrstuhl für Finanzierung und Kreditwirtschaft,
Ruhr-Universität Bochum
Prof. Dr. Andreas Horsch, Lehrstuhl für ABWL mit dem Schwerpunkt Investition und
Finanzierung, Technische Universität Bergakademie Freiberg
Prof. Dr. Daniel Kaltofen, Professur für Neoclassical and Behavioral Finance, BITS Business
and Information Technology School, Iserlohn
Prof. Dr. André Uhde, Professur für Betriebswirtschaft, insbesondere Finanzierung und
Investition, Universität Paderborn
Prof. Dr. Gregor Weiß, Professur für BWL/Nachhaltige Finanzdienstleistungen, insbesondere
Banken, Universität Leipzig

Dozenten finden Abbildungen und Tabellen für dieses Lehrbuch unter
www.sp-dozenten.de (Registrierung erforderlich).

Gedruckt auf chlorfrei gebleichtem, säurefreiem und alterungsbeständigem Papier

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen National-
bibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de>
abrufbar.

Print ISBN 978-3-7910-3086-9 Bestell-Nr. 20461-0001

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt.
Jede Verwendung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne
Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für
Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und
Verarbeitung in elektronischen Systemen.

© 2017 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH

www.schaeffer-poeschel.de
service@schaeffer-poeschel.de

Umschlagentwurf: Goldener Westen, Berlin
Umschlaggestaltung: Kienle gestaltet, Stuttgart (Bildnachweis: Shutterstock)
Layout: Ingrid Gnath | GD 90, Buchenbach
Satz: Claudia Wild, Konstanz
Druck und Bindung: C.H. Beck, Nördlingen

Printed in Germany
Juni 2017

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart
Ein Tochterunternehmen der Haufe Gruppe

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	XI
----------------	-----------

Teil I

Leitperspektive: Finanzierungspolitik und Wertschaffung von Unternehmen

Modul 1	Einführung in die Finanzierungspolitik	3
1.1	»Finance has to fit the business«	4
1.2	»Finance as a value driver«	10
1.3	Der Finanzleiter als »Unternehmer im Unternehmen«	24
Modul 2	Informationsgrundlagen der Finanzierungspolitik	39
2.1	Drei Steuerungsebenen der Wertschaffung als Ansatzpunkte der Finanzierungspolitik	40
2.2	Geschäftsmodellebene: Analyse der Erfolgspotenziale	41
2.3	Rentabilitätsebene: Analyse des erzielten Erfolgs	47
2.4	Liquiditätsebene: Analyse der Zahlungsmittel	61
2.4.1	Unternehmensinterne Finanzierungsrechnungen	63
2.4.2	Für Externe erstellte Finanzierungsrechnungen	71
2.4.3	Extern erstellte Finanzierungsrechnungen	74
2.5	Verzahnung der Steuerungsebenen in der Balanced Scorecard	77

Teil II

Kalkulation der Wertschaffung: Investitionsrechnung

Modul 3	Grundlagen der Investitionsrechnung	85
3.1	Investition und Finanzierung	85
3.2	Investitionsprozess	88
3.3	Entscheidungsrahmen und -regeln	92
3.4	Zinseszinsrechnung als mathematische Grundlage der Investitionsrechnung	96
Modul 4	Bewertung von Einzelinvestitionen bei Sicherheit	103
4.1	Statische Verfahren der Investitionsrechnung	103
4.1.1	Grundlegende Eigenschaften	103
4.1.2	Kostenvergleichsrechnung	105
4.1.3	Gewinnvergleichsrechnung	109
4.1.4	Rentabilitätsvergleichsrechnung	110
4.1.5	Amortisationsdauervergleichsrechnung	113
4.1.6	Zusammenfassende Würdigung	118
4.2	Grundkonzepte der dynamischen Investitionsrechnung	120

4.2.1	Grundlegende Eigenschaften	120
4.2.2	Kapitalwerte von Investitionen	129
4.2.3	Interne Zinsfüße von Investitionen	138
4.2.4	Dynamische Amortisationsdauer von Investitionen	149
4.2.5	Zusammenfassende Würdigung	152
4.3	Erweiterungen der dynamischen Investitionsrechnung	155
4.3.1	Die Grundproblematik	155
4.3.2	Nicht-flache Zinsstruktur	155
4.3.3	Nicht-determinierte Nutzungsdauer	158
4.3.4	Berücksichtigung der Mittelbeschaffung	162
4.3.5	Berücksichtigung von Steuern	166
Modul 5 Bewertung von Einzelinvestitionen bei Unsicherheit		173
5.1	Grundlegende Eigenschaften	173
5.2	Implizite Berücksichtigung von Eintrittswahrscheinlichkeiten	175
5.2.1	Korrekturverfahren	175
5.2.2	Sensitivitätsanalysen	177
5.3	Explizite Berücksichtigung von Eintrittswahrscheinlichkeiten	180
5.3.1	Eindimensionale Ansätze	180
5.3.2	Zweidimensionale Ansätze	186
Modul 6 Bewertung von Investitionsprogrammen		193
6.1	Programmentscheidungen bei Sicherheit	194
6.2	Programmentscheidungen bei Unsicherheit	198
6.2.1	Ausgangspunkt der Portfolio Selection Theory	198
6.2.2	Erfassung der Schwankungsverbundenheit	199
6.2.3	Portfolio-Optimierung	205
6.2.4	Kritische Würdigung	219
Modul 7 Investitionen in Finanztitel		223
7.1	Einleitung	223
7.2	Capital Asset Pricing Model (CAPM)	224
7.2.1	Herleitung des Modells	224
7.2.2	Kritische Würdigung	234
7.2.3	Empirische Überprüfbarkeit	236
7.3	Mehrfaktorenmodelle	241
7.4	Passives versus aktives Portfolio-Management und Performancemessung	245
7.5	Verhaltenswissenschaftliche Ergänzung der Portfolio- Theorie – Behavioral Finance	254
Modul 8 Unternehmensbewertung als Verknüpfung von Investitions- und Finanzierungsprogramm		261
8.1	Grundlegende Begriffe	261
8.2	Konzeptionen der Unternehmensbewertung	262

8.3	Funktionen, Zwecke und Anlässe der Unternehmensbewertung	264
8.3.1	Funktionen der Unternehmensbewertung	264
8.3.2	Zwecke der Unternehmensbewertung	266
8.3.3	Anlässe der Unternehmensbewertung	267
8.4	Bewertungsgrundsätze nach IDW S 1	268
8.5	Systematisierung der Verfahren zur Unternehmensbewertung	271
8.6	Unternehmensbewertung mit Hilfe der Discounted Cashflow-Verfahren	275
8.6.1	Grundlagen investitionsrechnerischer Verfahren der Unternehmensbewertung	275
8.6.2	Flow to Equity-Verfahren	280
8.6.3	Free Cashflow-Verfahren I: WACC	285
8.6.4	Free Cashflow-Verfahren II: Adjusted Present Value	289
8.6.5	Synopse der Bewertungsverfahren	291

Teil III

Finanzierung der Wertschaffung: Nutzung von Finanzinstrumenten, -intermediären und -märkten

Modul 9 Arten der Unternehmensfinanzierung im Überblick 295

9.1	Systematisierung der Finanzierungsarten	295
9.2	Konstruktionsmerkmale des Beteiligungs- und Kreditkapitals	301
9.3	Besondere Bedeutung des Beteiligungskapitals	305
9.4	Überblick zentraler Rechtsformen in Deutschland	307
9.5	Informationsungleichgewichte und Konsequenzen für die Finanzierung	311

Modul 10 Innenfinanzierung 325

10.1	Innenfinanzierung aus dem Umsatz	325
10.1.1	Selbstfinanzierung aus thesaurierten Gewinnen	325
10.1.2	Finanzierung aus Abschreibungsgegenwerten	328
10.1.3	Finanzierung aus Rückstellungsgegenwerten	333
10.2	Innenfinanzierung aus Vermögensumschichtung	337

Modul 11 Außenfinanzierung 341

11.1	Systematisierung der Außenfinanzierung	341
11.2	Beteiligungsfinanzierung	343
11.2.1	Beteiligungsfinanzierung nicht-börsennotierter Unternehmen	343
11.2.2	Beteiligungsfinanzierung von börsennotierten Aktiengesellschaften	349
11.3	Kreditfinanzierung und Substitute	364
11.3.1	Das Adressenrisiko als zentrale Risikokategorie	364
11.3.2	Systematisierung von Kreditinstrumenten nach Fristigkeit und Handelbarkeit	375
11.3.3	Langfristige Instrumente der Kreditfinanzierung	375

11.3.4	Kurz- und mittelfristige Instrumente der Kreditfinanzierung	392
11.4	Zwischenformen aus Beteiligungs- und Kreditfinanzierung (Mezzaninkapital)	398
11.4.1	Begriff und Charakteristik mezzaniner Finanzinstrumente	398
11.4.2	Mezzanine Finanzierungsinstrumente und Substitute	399

Modul 12 Finanzsysteme als institutionelles Umfeld der Finanzierungspolitik **407**

12.1	Finanzierungsstrukturen deutscher Unternehmen im internationalen Vergleich	408
12.2	Prototypen von Finanzsystemen	426
12.2.1	Markt- versus Bankorientierung	426
12.2.2	Stärken und Schwächen der Finanzsysteme	434
12.3	Treiber der Entwicklung von Finanzsystemen	440
12.3.1	Regulierung: Das Beispiel der Verbriefung	440
12.3.2	Technologie: Das Beispiel der FinTechs	456
12.3.3	Realwirtschaft: Das Beispiel der Industrie 4.0	462

Modul 13 Relevanz und Wertbeitrag der Kapitalstruktur **469**

13.1	Kapitalstruktur und Unternehmenswert	469
13.2	Kapitalstrukturmodelle	478
13.2.1	Traditionelles Kapitalstrukturmodell	479
13.2.2	Neoklassische bzw. marktorientierte Kapitalstrukturmodelle	484
13.2.3	Informationsökonomische Ansätze	493
13.3	Einfluss des Ratings auf die Kapitalstruktur in der Praxis	496

Teil IV

Absicherung der Wertschaffung: Finanzielles Risikomanagement

Modul 14 Identifikation und Quantifizierung finanzieller Risikopositionen **503**

14.1	Zur Notwendigkeit des Managements finanzieller Risiken	503
14.1.1	Risikomanagement – Versuch einer Definition	503
14.1.2	Irrelevanz des Risikomanagements auf vollkommenen Kapitalmärkten	507
14.2	Systematisierung von Risikoarten	508
14.2.1	Finanzielle versus realwirtschaftliche Risiken	508
14.2.2	Marktpreisrisiken	510
14.2.3	Kreditrisiken	513
14.2.4	Liquiditätsrisiken	516
14.2.5	Operationelle Risiken	518
14.2.6	Aktuarielle Risiken	519
14.2.7	Exkurs: Modellrisiken	519
14.3	Identifikation von Risikoquellen	521
14.3.1	Elementare Risikofaktoren	522

14.3.2	Risikomapping	523
14.4	Verfahren der Risikomessung	524
14.4.1	Gewinn- und Verlustverteilungen	525
14.4.2	Erwartungswert und Volatilität	527
14.4.3	Value at Risk	528
14.4.4	Expected Shortfall	534
14.4.5	Backtesting und Stresstesting	537

Modul 15 Absicherungsstrategien mit derivativen Finanzinstrumenten 541

15.1	Grundlagen des Derivatgeschäfts	541
15.1.1	Termin- und Derivatmärkte	542
15.1.2	Arten von gehandelten Derivaten	546
15.2	Bewertung von Derivaten	561
15.2.1	Bewertung von Forwards/Futures und Swaps	561
15.2.2	Bewertung von Finanzoptionen mit dem Binomialmodell	563
15.2.3	Bewertung von Finanzoptionen mit Hilfe der Black-Scholes-Formel	570
15.2.4	Einbeziehung von Realoptionen in die Unternehmensbewertung und Kapitalstrukturentscheidung	578
15.3	Absicherungsstrategien für ausgewählte Risikoarten	584
15.3.1	Rohstoffrisikomanagement	584
15.3.2	Währungsrisikomanagement	586
15.3.3	Wertpapierrisikomanagement	587
15.3.4	Kreditrisikomanagement	590
15.3.5	Zins- und Liquiditätsrisikomanagement	591

Teil V

Kommunikation über Wertschaffung

Modul 16 Finanzkommunikation: Theorie und Empirie 595

16.1	Effizienz oder Ineffizienz des Finanzmarktes?	597
16.2	Finanzkommunikation börsennotierter Unternehmen	603
16.3	Finanzkommunikation nicht-börsennotierter Unternehmen	625

Teil VI

**Strategische Weichenstellungen zur Wertschaffung:
Gestaltung von Unternehmensstruktur und -kontrolle**

Modul 17 Entscheidungen über die Unternehmensstruktur 647

17.1	Unternehmenszusammenschlüsse	647
17.1.1	Mergers & Acquisitions als Sammelbegriff	648
17.1.2	Motive für Unternehmensaufkäufe/-fusionen	652
17.1.3	Ablauf einer Unternehmensfusion	655
17.1.4	Abwehrstrategien	657
17.1.5	Kosten und Nutzen für Käufer, Verkäufer und ihre Umwelt	660

17.2	Unternehmensrestrukturierungen	664
17.2.1	Motive für Desinvestitionen	665
17.2.2	Leveraged buyouts	666
17.2.3	Spin-offs	669
17.2.4	Equity carve-outs	670
17.2.5	Privatisierung und Verstaatlichung	672
17.2.6	Turnaround-Finanzierung	675
17.2.7	Liquidation und Insolvenz	678

Modul 18 Corporate Governance und Anreizgestaltung 689

18.1	Corporate Governance: Definition und Ziele	689
18.2	Elemente guter Corporate Governance	693
18.2.1	Unternehmensleitung versus Unternehmensüberwachung	693
18.2.2	Corporate Governance und die Rolle der Leitungsorgane	694
18.2.3	Corporate Governance und Vergütungsmodelle	695
18.2.4	Corporate Governance und der Schutz der Investoren	702
18.2.5	Corporate Governance, Transparenz und Publizität	703
18.3	Gesetzliche Vorgaben zur Corporate Governance	705
18.3.1	Deutschland: KonTraG und Deutscher Corporate Governance Kodex	705
18.3.2	USA: Sarbanes-Oxley-Act	707
18.4	Risk Governance	709
18.4.1	Risikoberichterstattung	711
18.4.2	Die Rolle des Chief Risk Officers	713
18.4.3	Risk Committees	715

Teil VII

Ausblick: Herausforderungen der Finanzierungspolitik 719

Literaturverzeichnis 727

Stichwortverzeichnis 755