

Bernd Rudolph

Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt

Mohr Siebeck

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1: Corporate Finance und Unternehmensfinanzierung	1
1.1 Corporate Finance als kapitalmarktorientierte Bankleistung und als Gesamtansicht der Unternehmensfinanzierung	2
1.1.1 Corporate Finance als Bankdienstleistung	2
1.1.2 Corporate Finance als Unternehmensfinanzierung	3
1.1.3 Charakteristika typischer Eigen- und Fremdkapitaltitel	5
1.1.4 Überblick über die Finanztransaktionen	6
1.2 Corporate Finance und Finanzierungstheorie	7
1.2.1 Zielrichtungen der Finanzierungstheorie	7
1.2.2 Traditionelle und moderne Betrachtungsweise	9
1.3 Corporate Finance und empirische Kapitalmarktforschung	14
1.4 Corporate Finance und Finanzmanagement der Unternehmen	15
Lektürevorschläge zu Kapitel 1	18
Kapitel 2: Investitionsplanung und Unternehmensfinanzierung	21
2.1 Investitionsplanung bei vorgegebenem Vermögen	22
2.1.1 Das Entscheidungsproblem des Investors	22
2.1.2 Zeitliche Produktionsfunktion und Konsumnutzen	23
2.1.3 Intertemporale Zielsetzung des Investors	24
2.1.4 Festlegung des optimalen Investitionsprogramms	26
2.2 Investitionsplanung bei vollkommenem Kapitalmarkt	28
2.2.1 Mögliche Kapitalmarkttransaktionen	28
2.2.2 Charakteristika eines vollkommenen Kapitalmarktes	28
2.2.3 Festlegung des optimalen Investitionsprogramms	29
2.2.4 Das Separationstheorem von FISHER	31
2.2.5 Marktwerte von Investitionsprojekten	32
2.2.6 Erweiterungen des Kapitalwertkriteriums	34
2.3 Unternehmensgründung und Marktwertbetrachtung	36

2.3.1	Organisation der Produktion in einem Unternehmen	36
2.3.2	Kapitalwert und Marktwert des Eigenkapitals	37
2.3.3	Marktwert des Unternehmens und Kapitalstruktur	39
2.4	Finanzplanung bei alternativen Kapitalmarktbedingungen	39
2.4.1	Finanzplanung bei vollkommenem Kapitalmarkt	39
2.4.2	Finanzpolitik bei Unvollkommenheiten des Kapitalmarktes	41
	Lektürevorschläge zu Kapitel 2	43
 Kapitel 3: Finanzmanagement bei technologischer Unsicherheit und vollkommenem Kapitalmarkt		45
3.1	Bewertung von Finanztiteln und Unternehmen an einem Kapitalmarkt mit risikoneutralen Anlegern (Erwartungswertansatz)	46
3.1.1	Barwertbildung und vollkommener Kapitalmarkt	46
3.1.2	Finanztitelpreise verschiedener Cashflow-Strukturen	47
3.1.3	Bewertung bei nicht flacher Zinskurve	53
3.1.4	Finanzwirtschaftliche Bilanz und Unternehmensbewertung	57
3.2	Der Umweltzustands-Präferenzansatz (State-Preference-Ansatz)	60
3.2.1	Die Grundidee des Umweltzustands-Präferenzansatzes	60
3.2.2	Elementare Wertpapiere als Bewertungsgrundlage	63
3.2.3	Vollständigkeit des Kapitalmarktes und risikofreie Anlage	65
3.2.4	Marktwert von Finanztiteln und von Unternehmen	66
3.2.5	Implikationen und Beurteilung des Ansatzes	67
3.3	Optionscharakter von Finanzierungstiteln und Optionsbewertung	67
3.3.1	Finanzierungstitel als bedingte Ansprüche	67
3.3.2	Die Darstellung einfacher Finanztitel als Optionen	70
3.3.3	Grundlagen der Bewertung von Optionen	72
3.3.4	Wandelanleihen als hybride Finanztitel	78
3.3.5	Beurteilung der Optionsdarstellung von Finanztiteln	80
3.4	Bewertung auf Basis des Capital Asset Pricing Model CAPM	81
3.4.1	Die Ertrags-Risiko-Beziehung des Kapitalmarktmodells	81
3.4.2	Marktwert des Unternehmens und Investitionsplanung	83
3.4.3	Informationseffizienz des Kapitalmarktes	85
	Lektürevorschläge zu Kapitel 3	89

Kapitel 4: Finanzmanagement unter Berücksichtigung von Steuern und Insolvenzkosten	93
4.1 Kapitalkosten bei Eigen- und Fremdfinanzierung	94
4.1.1 Annahmen und Implikationen des Irrelevanztheorems	94
4.1.2 Der Marktwert eines Unternehmens bei Fremdfinanzierung	98
4.2 Der Einfluss von Steuern auf die Kapitalstrukturpolitik	100
4.2.1 Der Marktwert des Unternehmen mit Gewinnsteuern	100
4.2.2 Kapitalkosten im deutschen Steuersystem	105
4.2.3 Kapitalkostenhypothese auf der Basis des CAPM	107
4.3 Kapitalstrukturpolitik bei Berücksichtigung von Insolvenzkosten	109
4.3.1 Marktwert und Kapitalkosten bei Insolvenzkosten	109
4.3.2 Kritik und Weiterentwicklung des neoklassischen Ansatzes	113
4.3.3 Strategische und taktische Kapitalstrukturpolitik	114
Lektürevorschläge zu Kapitel 4	115
Kapitel 5: Grundansätze der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie	117
5.1 Grundansätze des Neoinstitutionalismus	118
5.1.1 Die Beschreibung des Unternehmens als Institution	118
5.1.2 Grundannahmen des Neoinstitutionalismus	121
5.1.3 Ausprägungsformen der Neuen Institutionenökonomik	124
5.2 Der Transaktionskostenansatz in der Finanzierungstheorie	127
5.2.1 Grundidee des Transaktionskostenansatzes	127
5.2.2 Determinanten der Transaktionskosten	128
5.2.3 Das optimale Transaktionsdesign	133
5.3 Der Prinzipal-Agent-Ansatz in der Finanzierungstheorie	134
5.3.1 Grundlagen und Einordnung der Vertretungstheorie	134
5.3.2 Adverse Selektion und moralisches Risiko	137
5.4 Die Theorie unvollständiger Verträge	141
5.4.1 Die quantitative Ausprägung des Transaktionskostenansatzes	141
5.4.2 Unvollständige Verträge in Finanzbeziehungen	143
5.5 Behavioral-Finance-Ansätze und Unternehmensfinanzierung	145
5.5.1 Ausgangspunkte der Behavioral-Finance-Forschung	145
5.5.2 Verhaltensanomalien als Basis des Behavioral-Finance-Konzepts	148
5.5.3 Behavioral Finance und Unternehmensfinanzierung	157

Lektürevorschläge zu Kapitel 5	160
Kapitel 6: Der Prinzipal-Agent-Ansatz in der Unternehmensfinanzierung	163
6.1 Finanzierungsprobleme bei Qualitätsunsicherheit	165
6.1.1 Qualitätsunsicherheit als vorvertragliche Unsicherheit	165
6.1.2 Unsicherheit über die Bonität von Kreditnehmern	166
6.1.3 Unsicherheit über den Wert junger Aktien	172
6.1.4 Qualitätsunsicherheit der Konkurrenten und Kunden	174
6.2 Finanzierungsprobleme bei Verhaltensunsicherheit.....	175
6.2.1 Verhaltensunsicherheit als nachvertragliche Unsicherheit	175
6.2.2 Unsicherheit über das Verhalten von Kreditnehmern	176
6.2.3 Unsicherheit über das Verhalten von Managern	180
6.2.4 Modellanalyse der Manager-Eigentümer-Beziehung	186
6.3 Das Anreizmodell des Prinzipal-Agent-Ansatzes	196
6.3.1 Entwicklung und Formulierung des Standardmodells	196
6.3.2 LEN-Modell und Unternehmensfinanzierung	200
6.3.3 Die aktienkursbezogene Vergütung des Managements.....	204
Lektürevorschläge zu Kapitel 6.....	214
Kapitel 7: Die Finanzierung junger Unternehmen: Venture Capital	217
7.1 Charakteristika der Eigenkapitalfinanzierung junger Unternehmen	219
7.1.1 Die Märkte für Venture Capital und Private Equity	219
7.1.2 Venture Capital im Lebenszyklus der Unternehmensentwicklung	222
7.2 Venture-Capital-Gesellschaften als spezialisierte Finanzintermediäre	227
7.2.1 Intermediationsfunktionen der Venture-Capital-Gesellschaften	227
7.2.2 Der Prozess der Venture-Capital-Finanzierung	232
7.2.3 Die Beziehungen zu den Beteiligungsunternehmen.....	237
7.2.4 Die Beziehungen zu den Fondsinvestoren	245
7.2.5 Institutionelle Struktur der Venture-Capital-Industrie	248
7.3 Wagniskapital von Großunternehmen: Corporate Venture Capital	252
7.3.1 Charakteristika und Anreizprobleme des Finanzierungsvertrages	252
7.3.2 Spezielle Vertragselemente im Corporate Venturing.....	253
Lektürevorschläge zu Kapitel 7.....	255

Kapitel 8: Eigenkapitalbeschaffung über die Börse und Emissionspolitik	257
8.1 Der Gang an die Börse als Finanzierungsalternative	258
8.1.1 Begriff und Bedeutung des Going Public	258
8.1.2 Formale und materielle Voraussetzungen des Börsengangs	260
8.1.3 Motive und Zielsetzungen eines Ganges an die Börse	263
8.1.4 Empirische testbare Hypothesen zur Erklärung des Going Public	266
8.1.5 Equity Carve-Outs und Spin-Offs	270
8.2 Handlungsalternativen bei der Emission junger Aktien	277
8.2.1 Ausgestaltungsformen der ausgegebenen Aktien	277
8.2.2 Gesichtspunkte zur Wahl des Börsensegments	282
8.2.3 Emissionsverfahren und Emissionsprozess	285
8.2.4 Informationsbereitstellung für die Anleger	290
8.2.5 Platzierung und Zuteilung der Aktien	294
8.2.6 Verfahren der Emissionspreisbildung	300
8.2.7 Theorie und Empirie des Underpricing-Phänomens	306
8.3 Emissionspolitik börsennotierter Gesellschaften	310
8.3.1 Entscheidungen über die Form der Kapitalerhöhung	311
8.3.2 Bezugsrechtmissionen und Bezugsrechtsausschluss	316
8.3.3 Aktienemission bei Informationsvorteilen des Managements	320
8.3.4 Perspektiven einer längerfristigen Emissionspolitik	329
8.4 Besonderheiten der Konzernfinanzierung	330
8.4.1 Der Konzern als Organisationseinheit	330
8.4.2 Eigenkapitalbeschaffung im Konzern	334
Lektürevorschläge zu Kapitel 8	339
Kapitel 9: Mezzanin-Finanzierungen im Rahmen der Kapitalstrukturpolitik von Unternehmen	341
9.1 Die Kapitalstruktur als Instrument zur Lösung von Interessenkonflikten	342
9.1.1 Agency- oder Delegationskosten des Eigen- und Fremdkapitals	342
9.1.2 Die Kapitalstruktur als Signalisierungsinstrument	345
9.1.3 Kapitalstruktur und Beeinflussung des Managerverhaltens	348
9.1.4 Marktwerteffekte von Kapitalstrukturentscheidungen	350
9.2 Mezzanin-Finanzierungen durch Emission hybrider Instrumente	351
9.2.1 Charakteristika typischer Mezzanin-Finanzierungsinstrumente	351
9.2.2 Private und öffentliche Mezzanin-Finanzierungsinstrumente	354
9.2.3 Anlässe für Mezzanin-Finanzierungen in der Praxis	362

9.3	Spezielle Motive für den Einsatz von Mezzanin-Kapital	367
9.3.1	Mezzanin-Kapital als Eigenkapitalsubstitut	368
9.3.2	Risikoanreizkompatible Finanzierung zur Kapitalkostenreduktion	373
9.3.3	Kapitalmarktreaktionen auf die Emissionsankündigungen	375
	Lektürevorschläge zu Kapitel 9	376
Kapitel 10: Fremdfinanzierungsalternativen und Rating		379
10.1	Unternehmensfinanzierung mit Fremdkapital	381
10.1.1	Tilgungsstruktur und Konditionen des Fremdkapitals	381
10.1.2	Kurz- und langfristige Kreditfinanzierungen	390
10.1.3	Leasing als Fremdfinanzierungsalternative	394
10.1.4	Fremdfinanzierung über die Banken oder den Markt	399
10.2	Fremdfinanzierung als Kreditfinanzierung der Banken	402
10.2.1	Kreditvergabe, Rating und Zinsforderungen	402
10.2.2	Risikoanalyse von Einzelkrediten und Kreditportfolios	416
10.2.3	Aufsichtliche Rahmenbedingungen des Kreditgeschäfts	419
10.2.4	Formen und Motive der Kreditbesicherung	422
10.3	Fremdfinanzierung als Anleihefinanzierung über den Markt	429
10.3.1	Die Emission von Corporate Bonds	429
10.3.2	Asset Backed Securities und Kreditderivate	430
	Lektürevorschläge zu Kapitel 10	438
Kapitel 11: Dividendenpolitik und Kapitalrückzahlungen		441
11.1	Entscheidungen über die Dividendenpolitik von Unternehmen	443
11.1.1	Dividendenpolitik bei gegebenem Investitionsprogramm	443
11.1.2	Steuerliche Bestimmungsfaktoren der Dividendenpolitik	446
11.1.3	Dividendenpolitik bei asymmetrischer Informationsverteilung	448
11.1.4	Kapitalmarktreaktionen auf Dividendenentscheidungen	451
11.2	Rechtsrahmen und Umsetzung der Dividendenpolitik von Unternehmen	454
11.2.1	Exkurs: Entwicklungslinien der Regulierung der Dividendenpolitik	454
11.2.2	Aktienrechtliche Anforderungen an die Dividendenpolitik	456
11.2.3	Umsetzung der Dividendenpolitik in der Praxis	457
11.3	Aktienrückkäufe und Kapitalherabsetzungen	458
11.3.1	Zielsetzungen und Techniken von Aktienrückkäufen	459
11.3.2	Das Management von Kapitalherabsetzungen	464

Lektürevorschläge zu Kapitel 11	467
Kapitel 12: Unternehmensübernahmen und Going Private	469
12.1 Ziele und Motive von Unternehmensübernahmen	471
12.1.1 Monitoring von Unternehmen durch Aktionäre und Banken	471
12.1.2 Gegenstand von Unternehmenskäufen und Zusammenschlüssen	475
12.1.3 Betriebswirtschaftliche Motive für Unternehmenstransaktionen	479
12.1.4 Die Regulierung von Unternehmensübernahmen	484
12.2 Gestaltungsalternativen von Unternehmensübernahmen	489
12.2.1 Rechtliche Grundformen der Unternehmensübernahme	489
12.2.2 Analyse einzelner Akquisitionsstrategien	491
12.2.3 Abwehrmaßnahmen des Managements	496
12.2.4 Zahlungsformen und Finanzierung des Kaufpreises	499
12.3 Finanzwirtschaftliche Analyse von Unternehmensübernahmen	504
12.3.1 Unternehmensübernahmen bei vollkommenem Kapitalmarkt	504
12.3.2 Akquisitionen bei asymmetrischer Informationsverteilung	507
12.3.3 Der Markt für Unternehmensübernahmen in Deutschland	510
12.4 Rückzug von der Börse und Going Private	511
12.4.1 Going Private als finanzwirtschaftliche Alternative	512
12.4.2 Unternehmensübernahmen als MBO-Transaktionen	515
12.4.3 Rückzug von der Börse und Squeeze Out	516
Lektürevorschläge zu Kapitel 12	518
Kapitel 13: Insolvenz und Sanierung von Unternehmen	521
13.1. Ziele und Ablauf eines Insolvenzverfahrens	522
13.1.1 Grundlagen des Insolvenzrechts	522
13.1.2 Das Phasenmodell einer Insolvenz	526
13.1.3 Verwertungsstrategien in der Insolvenz	528
13.1.4 Verteilungs- und Anreizwirkungen des Insolvenzrechts	533
13.2 Möglichkeiten der Sanierung im Vorfeld einer Insolvenz	535
13.2.1 Entwicklungsphasen von Unternehmenskrisen	535
13.2.2 Strategien einer finanzwirtschaftlichen Sanierung	537
Lektürevorschläge zu Kapitel 13	541

Kapitel 14: Finanzsystem und Corporate Governance	543
14.1 Institutionen und Funktionen eines Finanzsystems	544
14.1.1 Cashflow- und Kontrollrechte der Finanztitel von Unternehmen	544
14.1.2 Marktorientierte und kontrollorientierte Finanzsysteme	549
14.1.3 Ursachen und Entwicklung der Unterschiede im Finanzsystem	557
14.2 Funktionen und Organisation der Finanzintermediäre	559
14.2.1 Universalität und Spezialisierung der Finanzintermediäre	559
14.2.2 Transformationsfunktionen der Finanzintermediäre	560
14.3 Von der Unternehmenskontrolle zur Corporate Governance	570
14.3.1 Typische Kontrollmechanismen für die Unternehmensführung	570
14.3.2 Begriff und Entwicklung der Corporate Governance	579
14.3.3 Corporate Governance und Anlegerschutz	584
14.3.4 Reform der Corporate Governance börsennotierter Gesellschaften.....	587
Lektürevorschläge zu Kapitel 14	598
Literaturverzeichnis	601
Sachverzeichnis	633