

Kapitel 10

Risikomanagement und derivative Instrumente

Kurzfragen und Antworten zum Abschnitt 10.1

Kurzfragen

1. Inwiefern schlägt sich Risiko «zweifach» im finanziellen Wert, gemessen als DCF-Wert, nieder?
2. Welche drei Risikodimensionen – neben vielen anderen möglichen Risikobetrachtungsweisen – kann man unterscheiden?
3. Wie unterscheiden sich Risikoherkunft und Wirkungsebene des Risikos?
4. Was versteht man unter Marktrisiko und Kreditrisiko im Zusammenhang mit festverzinslichen Anleiheobligationen (Straight Bonds)?
5. Welches ist für die meisten Unternehmen die wichtigste der folgenden drei Währungsrisiko-Kategorien: Transaktionsrisiko, ökonomisches Risiko, Umrechnungsrisiko?
6. Was versteht man in einem Nichtfinanzunternehmen unter einem «integrierten» Risikomanagement?
7. Inwieweit wirkt es für eine Gesellschaft positiv, wenn sie sich im veröffentlichten Geschäftsbericht ausführlich zur Risikopolitik äußert?
8. Weshalb ist gerade im internationalen Kontext besonders sorgfältig auf ein gutes Kommunikationsverhalten zu achten, wenn es um die Bewältigung eingetretener Risikoereignisse geht?

Antworten

1. In einem ersten Schritt sind die erwarteten Cash-flows zu schätzen. Insbesondere dann, wenn dies über mehrere (wahrscheinlichkeitsgewichtete) Szenarien geschieht, wird die Cash-flow-seitige Wirksamkeit des Risikos, zum Beispiel über das pessimistische Szenario, sichtbar. Man kann im Zusammenhang mit der Erwartungswertbildung der Cash-flows auch von einem Expected Risk sprechen. In einem zweiten Schritt ist der Kapitalkostensatz festzulegen. Er hängt von der nichtdiversifizierbaren Volatilität der Rendite des Bewertungsobjektes ab und trägt der Unsicherheit bezüglich der effektiv eintretenden Rendite Rechnung.
2. Es sind dies das Downside-Risiko (vor allem auch kurzfristig relevante Sicht; Betrachtungsebene: Value at Risk), das Volatilitätsrisiko (mittelfristige Sicht; Betrachtungsebene: Portfolio-Theorie) sowie das strategische Risiko (langfristige Sicht; Betrachtungsebene: Grundpositionierung eines Unternehmens).
3. Bei der Risikoherkunft geht es um die konkreten Ursachen, welche Risiko begründen, zum Beispiel Konjunktur- und Wechselkursschwankungen. Mit der Wirkungsebene des Risikos sind die Ziel- und Resultatgrößen angesprochen, über die sich das Risiko

manifestiert. Dies sind namentlich Cash-flow-, Gewinn- und Eigenkapitalgrößen, letztere als Buchwerte und Marktwerte.

4. Das Marktrisiko entsteht bei «Festverzinslichen» aus den Schwankungen des Marktzinsniveaus, und das Kreditrisiko aus der Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten der Anleihe (Bonitätsrisiko).
5. Das ökonomische Risiko (Economic Risk) muss als die wesentlichste Währungsrisiko-Kategorie betrachtet werden. Das Umrechnungsrisiko (Translation Risk) ist vorwiegend auf buchhalterischer Ebene (Konzernabschluss) wirksam, und das Transaktionsrisiko (Transaction Risk) betrifft einzelne währungssexponierte Aktiven (hauptsächlich Debitoren) und Passiven (in erster Linie Kreditoren). Bei großen Einzelpositionen kann im Einzelfall auch das Transaktionsrisiko zu einem existenzbedrohenden Risikofaktor werden.
6. Ein «integriertes» Risikomanagement hat zum Ziel, die verschiedenen Risikofaktoren eines Unternehmens gesamtheitlich zu steuern. Das Zinsrisiko einer festverzinslichen Anleihenschuld beispielsweise sollte nicht «isoliert» betrachtet und abgesichert werden (durch einen Zinssatz-Swap), sondern stets mit Blick auf die übrigen Risikofaktoren, zum Beispiel die Schwankungen des operativen Cash-flows (dieser kann positiv oder negativ zu den Marktzinsschwankungen korreliert sein; allerdings ist dies schwierig abzuschätzen oder gar zu quantifizieren).
7. Extensive Ausführungen zur Risikopolitik im Geschäftsbericht signalisieren für die externen Kapitalgeber (und Stakeholder) Risikobewusstsein des Managements der Gesellschaft. Dies kann sich positiv auf die Kreditbereitschaft von Fremdkapitalgebern sowie auf die Aktienkursbildung auswirken, Letzteres unter anderem über möglicherweise reduzierte Kapitalkosten.
8. Im internationalen Kontext werden teilweise ausgeprägte kulturelle Unterschiede wirksam. Sie können dazu führen, dass die Tragweite eines Falls aus Sicht des Konzernmutterlandes völlig unterschätzt wird, weil dem kulturellen Empfinden im Risiko- bzw. Schadensland zu wenig subtil Rechnung getragen wird.

Denksport

Aufgabe 1

- a) Die Geschäftsleitung der Lingua AG, eines Dienstleistungsunternehmens, das auf die Übersetzung englischer, französischer und spanischer Texte in die deutsche Sprache spezialisiert ist, diskutiert im Rahmen eines Workshops die Risikokonstellation ihres Betriebs.

Dabei wird von den gelegentlich stark schwankenden Auftragseingängen, von der Gefahr des Weggangs eines Übersetzerteams sowie von der zunehmenden Bedeutung des Englischen als Geschäftssprache gesprochen, was die Übersetzung vom Englischen in andere Sprachen in den kommenden Jahren viel wichtiger werden lässt.

Wie könnte man die angesprochenen Risiken in die drei in Abschnitt 10.1.2 unterschiedenen Risikodimensionen einordnen?

- b) Finanzielle Risiken wirken über die Cash-flow-, Erfolgs- und Eigenkapitalebene auf ein Unternehmen ein.

Auf welchen Ebenen werden die in Punkt a) angesprochenen Risiken hier wohl primär wirksam?

- c) Wie könnten die unter Punkt a) beschriebenen Risiken reduziert werden?

Lösungsvorschlag Aufgabe 1

- a) Die Einordnung hinsichtlich der Risikodimensionen könnte im vorliegenden Fall wie folgt aussehen:
- Schwankungen im Geschäftsverlauf: Volatilitätsrisiko;
 - Gefahr der Abwanderung von Spezialisten: Downside-Risiko;
 - Gefahr einer sinkenden Produktbedeutung: strategisches Risiko.
- b) Die Wirkungsebenen lassen sich etwa wie folgt umschreiben:
- Schwankungen im Geschäftsverlauf: Beeinträchtigung des Cash-flows und der Liquidität, mittelfristig auch der anderen Ebenen;
 - Gefahr der Abwanderung von Spezialisten: Beeinträchtigung von Umsatz und Gewinn (Erfolgsebene) mit Folgewirkungen auf die anderen Ebenen, insbesondere auch auf den Unternehmenswert (Wert des Eigenkapitals);
 - Gefahr einer sinkenden Produktbedeutung: grundlegende Beeinträchtigung des Unternehmenswertes mit Auswirkungen auf allen Ebenen.
- c) Einige der möglichen Überlegungen zur Reduktion der Risiken sind folgende:
- Schwankungen im Geschäftsverlauf: Erschließen neuer Kundensegmente, die andere Geschäftszyklen aufweisen (Diversifikationswirkung);
 - Gefahr der Abwanderung von Spezialisten: Erfolgs- und Kapitalbeteiligungsprogramme zur Erhöhung des persönlichen Engagements und zur Verbesserung der Verdienstmöglichkeiten;
 - Gefahr einer sinkenden Produktbedeutung: Rechtzeitige Marktanalyse und entsprechende Produkt-Markt-Positionierung, Aufbau neuer Know-how-Potenziale.

Aufgabe 2

Die in Midland (Michigan), USA, ansässige Multifit Corp. besitzt eine Tochterfirma in der Schweiz (Swissfit AG), an der sie zu 100% beteiligt ist. Die Bilanzstruktur der Multifit Corp. sieht per Ende 20x1 wie folgt aus (Werte in Mio. USD):

Aktiva		Passiva	
Materielles Anlage- und Umlaufvermögen	70	Eigenkapital	50
Beteiligungen Swissfit AG	30	Fremdkapital	50

Das Gesamtvermögen der Swissfit AG macht CHF 120 Mio. aus, das Eigenkapital CHF 90 Mio. Der für die Konzernbilanz per Ende 20x1 relevante Devisenkurs beträgt 0,667, d.h. 1 CHF = 66,7 Cents.

Per Ende des Folgejahrs (20x2) ist der Devisenkurs auf 0,50 gesunken, d.h. 1 CHF = 50 Cents.

Welche Überlegungen ergeben sich betreffend ökonomischem Risiko und Umrechnungsrisiko? Bezüglich letzterem sollen die beiden Konzernbilanzen je per Ende 20x1 und 20x2

erstellt werden, wobei für das zweite Jahr alle Ausgangspositionen vereinfachend unverändert belassen werden können.

Lösungsvorschlag Aufgabe 2

Zur Beurteilung des ökonomischen Risikos müsste die massive Devisenkursveränderung USD/CHF analysiert werden. Der schwächere CHF bzw. der stärkere USD werden sich auf die Wettbewerbsposition der Schweizer Tochtergesellschaft auswirken, wobei nicht zum Vornherein klar ist, in welche Richtung. Der Anteil der in CHF erwirtschafteten Cash-flows bzw. Gewinne, der an die Muttergesellschaft transferiert wird, ist vom sinkenden CHF-Wert beeinträchtigt.

Das Umrechnungsrisiko wirkt sich auf den konsolidierten Konzernabschluss in USD aus, und zwar auf die Erfolgsrechnung (hier nicht gezeigt) und auf die Bilanz. In der Bilanz nimmt der USD-Wert der Tochtergesellschaft im Zuge der Konsolidierung ab. Dies zeigt ein Blick auf die Konzernbilanzen (Werte in Mio. USD, wobei 1 CHF = 0,667 USD [Ende 20x1] bzw. 1 CHF = 0,50 USD [Ende 20x2]).

Konzernbilanz per Ende 20x1 (Werte in Mio. USD)	Multifit	Swissfit	Korrektur	Konzern
Materielles Anlage- und Umlaufvermögen	70	80	–	150
Beteiligungen	30	–	–30	0
Total Aktiven	100	80	–30	150
Fremdkapital	50	20	–	70
Eigenkapital	50	60	–60	50
Konsolidierungsreserve ¹	–	–	+30	30
Total Passiven	100	80	–30	150
Finanzierungsverhältnis (Konzern): FK/EK = 70/80 = 47%/53%				

1 Zur Konsolidierungsreserve (auch Kapitalaufrechnungsdifferenz genannt) vgl. Abschnitt 12.2.2.

Konzernbilanz per Ende 20x2 (Werte in Mio. USD)	Multifit	Swissfit	Korrektur	Konzern
Materielles Anlage- und Umlaufvermögen	70	60	–	130
Beteiligungen	30	–	–30	0
Total Aktiven	100	60	–30	130
Fremdkapital	50	15	–	65
Eigenkapital	50	45	–45	50
Konsolidierungsreserve	–	–	15	15
Total Passiven	100	60	–30	130
Finanzierungsverhältnis (Konzern): FK/EK = 65/65 = 50%/50%				

Das Umrechnungsrisiko manifestiert sich im vorliegenden Fall in einem Rückgang des Konzern-Eigenkapitals von USD 80 auf 65 Mio. Das in CHF unveränderte Eigenkapital der Schweizer Tochtergesellschaft von CHF 90 Mio. hat in Mio. USD umgerechnet von 60 (resultierend aus $90 \cdot 0,667$) auf 45 (resultierend aus $90 \cdot 0,50$) abgenommen. Der in dieser Höhe in der Bilanz ausgewiesene Wertverzehr ist zunächst rein buchhalterischer Natur. Ob der ökonomische Wert der Swissfit AG in CHF ab- oder zugenommen hat, ist fraglich. Würde zukünftig mehr Cash-flow generiert, der den gesunkenen Wechselkurs überkompensiert, so müsste der USD-Wert der Swissfit AG zunehmen. Darüber hinaus stellt sich die Frage, welche Bedeutung die im Beispiel gegebene Währungsentwicklung auf die Multifit Corp. als Ganzes hat.

Kurzfragen und Antworten zum Abschnitt 10.2

Kurzfragen

1. Was sollen Instrumente zur Steuerung des finanziellen Risikos in einem Unternehmen konkret bewirken?
2. Was ist – einfach formuliert – für einen Forward als klassisches Termingeschäft charakteristisch?
3. Was unterscheidet Futures von klassischen Termingeschäften (Forwards)?
4. Wodurch unterscheidet sich ein Swap von einem (einfachen) Termingeschäft?
5. Weshalb ist eine Währungsoption im Gegensatz zu einem Devisentermingeschäft (z. B. auf USD, zahlbar in EUR) ein bedingtes Termingeschäft, und welche Vor- und Nachteile bringt dies für das die Währungsoption kaufende Unternehmen im Vergleich zu einem klassischen Forward?
6. Was ist ein Cap, was ein Floor, und was versteht man unter einem Collar?
7. Was sind wesentliche Aspekte der Nutzengenerierung sinnvoll funktionierender Kreditderivatemärkte aus gesamt- und einzelwirtschaftlicher Sicht, und welches waren mit Gründe für den Absturz des CDS-Marktes im Zuge der Finanzkrise ab 2007?

Antworten

1. Es geht darum, die aus Basisgeschäften bestehenden Risikopotenziale (beispielsweise eine Unsicherheit über die zukünftige Zinsbelastung) durch Abschluss geeigneter Absicherungsgeschäfte (z. B. Zinssatz-Swap) zu beeinflussen, und zwar im Sinne einer reduzierten Unsicherheit (hier der zukünftigen Zinsbelastung).
2. Der Forward als klassisches Termingeschäft bedeutet den Kauf (oder Verkauf) eines Basisgutes (z. B. Fremdwährung) zu einem heute vereinbarten Terminpreis mit Lieferung und Zahlung in einem zukünftigen Zeitpunkt. Es handelt sich dabei um ein unbedingtes Termingeschäft, d. h. die durch den Forward verpflichteten Parteien haben im Erfüllungszeitpunkt keine Wahlmöglichkeit, sondern beziehen bzw. liefern fix auf Termin.
3. Forwards als klassische Termingeschäfte, die *over the counter* gehandelt werden, sind fallweise maßgeschneiderte Individualgeschäfte. Futures sind demgegenüber standardisiert, börsengehandelt und «anonymisiert»; zumeist erfolgt keine Erfüllung durch physische Lieferung (z. B. der Fremdwährung), sondern durch Zahlungsausgleich.
4. Ein Zinssatz- oder Währungs-Swap (bzw. kombinierter Zinssatz- und Währungs-Swap) beinhaltet eine ganze Serie von Terminkontrakten, wobei für das ganze Paket einheitliche Konditionen (Zins- bzw. Devisenkursspezifikation) gelten.
5. Die Währungsoption ist ein bedingtes Termingeschäft, weil die nachgefragte Währung zu dem vereinbarten zukünftigen Zeitpunkt nicht zum abgemachten Preis gekauft werden muss, sondern – aus Sicht des eine Handlungsoption besitzenden Optionskäufers – gekauft werden kann. Der Vorteil besteht darin, dass die Währung im Falle eines Devisenkursrückganges auch billiger auf dem Markt – anstatt über das Termingeschäft – bezogen werden kann. Der Nachteil liegt in den Absicherungskosten: beim klassischen Termingeschäft entstehen keine besonderen direkten Kosten durch den Termin-

kauf (höchstens Spesen), und der Terminkurs ergibt sich aus den Marktzinsdifferenzen der beiden Währungen. (Allerdings spricht man in der Praxis oft von Währungsverlust aus einem festen Termingeschäft, falls der spätere Kassakurs tiefer liegt als beim Termingeschäft. Aus risikotheorietischer Sicht – Elimination von Ausgabenvolatilität durch das Termingeschäft – ist diese Betrachtung aber nicht ganz korrekt.) Für die Währungsoption ist hingegen ein Preis (Optionsprämie) zu bezahlen, der verloren ist, wenn die Option später nicht ausgeübt wird, bzw. der bei Ausübung zum Bezugspreis der Währung zu addieren ist.

6. Ein Cap ist eine Maximalzinsvereinbarung für einen Kreditnehmer (gegenüber dem Gläubiger), ein Floor eine Minimalzinsvereinbarung; der Collar kombiniert beide Instrumente und führt für den Kreditnehmer zu einem Zinsband, innerhalb dessen die zukünftige Zinsbelastung liegen wird (spiegelbildlich für den Gläubiger: Zinsertragsband).
7. Sinnvoll funktionierende Kreditderivatemärkte können zu einer ökonomisch effizienteren Risikoallokation bei den Marktteilnehmern, einer aktiveren Preisbildung für Risiken, erweiterten Risikosteuerungsmöglichkeiten durch Separation verschiedener Entscheidungsbereiche und zu erweiterten Anlagemöglichkeiten führen. Gründe für den Absturz des CDS-Marktes ab 2007 waren unter anderem folgende: Aggressive Finanzpraktiken, sinkendes Risikobewusstsein, intransparente Märkte, fehlende zentrale Abrechnungsstelle (Clearing House) und entsprechend mangelhafte Information, Eigendynamik des um Dimensionen größeren CDS-Marktes im Vergleich zu den eigentlichen Basismärkten.

Denksport

Aufgabe 1

- a) Ein in Paris beheimateter großer Weinimporteur führt etwa alle Vierteljahre große Mengen kalifornischer Spitzenweine (Cabernet Sauvignon, Merlot, Chardonnay) ein. Er erhält von der amerikanischen Weinkellerei ein Zahlungsziel von 90 Tagen. Die Verkaufspreise in Frankreich setzt der Weinimporteur alle drei Monate aufgrund der aktuellen Wechselkursituation neu fest. Was könnte man dem französischen Weinhandelsunternehmen im Bereich des Währungsmanagements empfehlen?
- b) Der USD/EUR-Kassakurs betrage im Importzeitpunkt 1,00. Wie sehen die Auszahlungsprofile bezogen auf USD 100 für verschiedene Währungsmanagement-Maßnahmen in drei Monaten aus, wenn der Devisenkurs (1 USD ausgedrückt in EUR) in drei Monaten bei 0,90, 0,95, 1,00, 1,05 oder 1,10 steht?

Es sind folgende Fälle zu betrachten:

- keine Absicherung (KA);
 - Absicherung mit Terminkauf (TK), Annahme: Terminkurs = 1,00;
 - Absicherung mit Calls zum Ausübungspreis von 100 (CK);
 - gemischte Lösung mit je einem Drittel der drei Varianten (GLS).
- c) Wie würde das Gewinn-Verlust-Profil aus dem Währungsrisiko gemäß Aufgabe 1b) aussehen, wenn USD-Calls mit einem Ausübungspreis von 95 (Annahme: Preis des Calls EUR 6,00) bzw. von 105 (Annahme: Preis des Calls EUR 1,00) gekauft würden?

Lösungsvorschlag Aufgabe 1

- a) Zur Vermeidung eines Währungsrisikos (Transaction Risk) könnte der Importeur versuchen, dieses Risiko auf den Exporteur zu übertragen, indem jener nicht in USD, sondern in EUR fakturieren würde. Dies wird indessen häufig nicht möglich sein.

Da der Importeur seine Verkaufspreise im Importzeitpunkt für drei Monate neu festsetzt und sich die Kreditorenfrist gerade damit deckt, lässt sich das Währungsrisiko durch ein Termingeschäft eliminieren. Die USD werden stets im Importzeitpunkt auf Termin, lieferbar in drei Monaten, gekauft. Dies hat den Vorteil, dass die Preise auf Basis des Devisenterminkurses genau kalkulierbar sind.

Möglich wäre auch der Kauf von USD-Call-Optionen. Damit wäre der Importeur abgesichert gegen einen steigenden USD-Kurs (Downside-Risiko) und könnte bei sinkendem USD-Kurs die USD günstiger zum Tageskurs erwerben (Upside-Potenzial). Im vorliegenden Fall müsste dies aber im Grunde genommen als Währungswette bezeichnet werden. Zur Gewinnung eines unsicheren Ertrags würde ein fester Betrag (Kaufpreis der Calls) hingegeben, was nicht einem risikoaversen, sondern einem offensiven Verhalten entspräche.

- b) Für USD 100 Gegenwert ergeben sich in drei Monaten folgende Ausgaben in EUR (ohne Berücksichtigung der Ausgaben für den Optionskauf im Fall der Absicherung mit einem Call [CK] bzw. der gemischten Lösung [GLS]):

	KA	TK	CK	GLS
starke Kursabnahme	90	100	90	93,3
leichte Kursabnahme	95	100	95	96,7
stabiler Kurs	100	100	100	100,0
leichte Kurszunahme	105	100	100	101,7
starke Kurszunahme	110	100	100	103,3

Die volle Volatilität bei Verzicht auf Absicherung wird durch den Terminkauf eliminiert, durch den Call-Kauf im «*downside*» (Bereich der Kurszunahme) beschnitten, und durch die gemischte Lösung abgeschwächt, jedoch nicht symmetrisch, sondern vor allem im «*downside*».

Angenommen, der USD-Call koste EUR 3,00, ergeben sich folgende Gewinn-Verlust-Profile, bezogen auf die Situation eines stabilen Wechselkurses:

	KA	TK	CK	GLS
starke Kursabnahme	+10	0	+7	+5,7
leichte Kursabnahme	+5	0	+2	+2,3
stabiler Kurs	0	0	−3	−1,0
leichte Kurszunahme	−5	0	−3	−2,7
starke Kurszunahme	−10	0	−3	−4,3

Das ausgeprägte Gewinn-Verlust-Profil bei Verzicht auf Absicherung wird beim Terminkauf völlig eliminiert. Die Variante Call-Kauf sieht nach Berücksichtigung der Call-Kosten (Call-Preis: 3,00) im Sinne einer Risikoabsicherung ungünstig aus: spürbar positiver ist sie nur bei starkem USD-Kurszerfall. Die gemischte Variante GLS sieht ähnlich

aus wie eine teilweise Terminabsicherung, die – oben nicht gezeigt – bei 50 % Terminabsicherung folgende Resultate ergibt:

starke Kursabnahme	+5,0
leichte Kursabnahme	+2,5
stabiler Kurs	0
leichte Kurszunahme	–2,5
starke Kurszunahme	–5

- c) Beim Kauf von Calls mit Ausübungspreis 95 bzw. 105 ergibt sich ohne Berücksichtigung der Call-Preise folgendes Bild:

	CK (95)	CK (105)
starke Kursabnahme	90	90
leichte Kursabnahme	95	95
stabiler Kurs	95	100
leichte Kurszunahme	95	105
starke Kurszunahme	95	105

Unter Berücksichtigung der Call-Preise (EUR 6,00 bzw. 1,00) resultiert folgendes Gewinn-Verlust-Profil, bezogen auf die Situation eines stabilen Wechselkurses:

	CK (95)	CK (105)
starke Kursabnahme	+4	+9
leichte Kursabnahme	–1	+4
stabiler Kurs	–1	–1
leichte Kurszunahme	–1	–6
starke Kurszunahme	–1	–6

Mit dem Call 105 wird im Vergleich zu einer fehlenden Währungsabsicherung der Maximalverlust nur geringfügig entschärft, was aufgrund des hohen Ausübungspreises von 105 einleuchtet. Mit dem Call 95 wird eine Konstellation erreicht, die fast einer Terminabsicherung entspricht, wobei bei starker Kursabnahme ein «*upside*» offenbleibt.

Aufgabe 2

- a) Die Egarevel Corp. hat ihren Fremdkapitalanteil massiv erhöht, indem eine Expansionsphase durch die Ausgabe fünfjähriger Medium-Term Notes in USD finanziert worden ist. Der Zinssatz beträgt LIBOR (3 Monate) + 75 Basispunkte (d.h. +0,75%). Der CFO der Egarevel Corp. schlägt der Geschäftsleitung vor, diese große variable Zinsverpflichtung zu «hedgen» und einen Zinssatz-Swap abzuschließen. Der vorgesehene Payer Swap bedeutet, dass fixe Zinszahlungen anstelle von variablen erfolgen. Ist diese Maßnahme aus einer integrierten Risikomanagement-Sicht, d.h. aus Sicht einer angemessenen Risikobegrenzung angebracht?
- b) Ein Anleger B besitze ein qualitativ erstklassiges Bond-Portfolio. Er investiert nun in angemessenem Umfang in Call-Optionen auf den Aktienindex seines Landes. Ein anderer Anleger S sei demgegenüber in einem gut diversifizierten Aktienportfolio *long*. Er nimmt durch den Kauf von Put-Optionen eine angemessene Absicherung seiner Anlagen vor. Was ist dazu im heutigen Zeitpunkt zu sagen? Wie verändern sich die beiden Portfolios

im Zeitablauf, wenn die Optionen eine Laufzeit von einem Jahr haben und an den Portfolios nichts mehr verändert wird? Was lässt sich daraus folgern?

- c) Die G-AG will in einem Jahr USD 50 Mio. investieren. Sie möchte den Zinssatz der notwendigen Fremdfinanzierung heute «anbinden» (Laufzeit 5 Jahre). Welches Finanzinstrument bietet sich an?

Lösungsvorschlag Aufgabe 2

- a) Aus einer gesamtheitlichen Sicht ist dies nicht unbedingt der Fall. Falls die operative Geschäftstätigkeit der Egarevel Corp., bedingt durch die ökonomischen Zusammenhänge, durch hohe (tiefe) USD-Zinssätze tendenziell gefördert (beeinträchtigt) wird, ist eine variable Schuldzinsbelastung eher zu bevorzugen. Die Cash-flows aus Finanzierungen sollten deshalb nicht isoliert betrachtet werden, wie dies in der Praxis noch zu oft geschieht, sondern – zusammen mit den operativen Cash-flows – als Gesamtheit.

- b) Im Start-Zeitpunkt können die beiden Portfolios bei entsprechender Ausgestaltung der Anteile im Portfolio und der Optionsprodukte eine ähnliche Gewinn-Verlust-Struktur besitzen. Es besteht ein Upside-Potenzial, verbunden mit einer Absicherung gegen eine negative Aktienmarktentwicklung.

Im Zeitablauf ergeben sich Veränderungen. Bei generell stabilem Kursniveau verringert sich der Zeitwert der Call-Optionen bei abnehmender Restlaufzeit kontinuierlich, was das Gewicht der sicheren Anlageteile erhöht (Anleger B). Für Anleger S sieht die Sache umgekehrt aus: der kontinuierlich sinkende Zeitwert der Put-Optionen bewirkt ein Anwachsen des Aktienanteils, d.h. der unsicheren Anlage im Portfolio, und die Dauer der Versicherung (Laufzeit der Puts) nimmt ab. Bei steigender Aktienbörse («*bullish*») steigt der Wert beider Portfolios an, und zwar in Richtung des risikobehafteten Anteils. Bei sinkender Aktienbörse («*bearish*») sinkt der Wert beider Portfolios. Für Anleger S steigt dann allerdings der Wert seiner Puts, was den relativen Anteil der Absicherung erhöhen kann.

- c) Hier kommt ein Forward Rate Agreement (FRA) in Frage, das mit einer Bank *over the counter* abgeschlossen wird. Der in einem Jahr auf 5 Jahre fixierte Zinssatz für die Fremdfinanzierung steht dann bereits heute fest. Dies kann bei tiefem Zinsniveau und erwarteten Zinserhöhungen attraktiv sein.

Kurzfragen und Antworten zum Abschnitt 10.3

Kurzfragen

1. Das Auszahlungsprofil einer Call-Option lässt sich «gebrochen» zeichnen, als Gerade auf der Abszisse, die beim *exercise price* (Optionspreis vernachlässigt) linear zu steigen beginnt. Für welchen Zeitpunkt gilt dies, und wie würde es für andere Zeitpunkte aussehen?
2. Woraus besteht das Replikationsportfolio für einen Call? Was ist die Idee hinter der (binomialen) «risikoneutralen Methode» der Optionsbewertung?

3. Welche beiden Größen bestimmt man bei einer vereinfachten Optionswert-Herleitung nach Black/Scholes mittels Bewertungstabelle (B/M-Tabelle), und was verkörpern diese?
4. Was besagt die Put-Call-Parität (für europäische Optionen), und was lässt sich damit bewerten?
5. Auf welche Bewertungsparameter reagiert der Wert einer Call-Option in die gleiche Richtung wie derjenige einer Put-Option?
6. Inwiefern entspricht die bei Aktien (als Underlying) unterstellte Normalverteilung der Rendite des Aktienkurses – besonders optionswertrelevant und auch wichtig für das Risikomanagement – nicht ganz der Realität?
7. Wie lässt sich das Eigenkapital optionstheoretisch deuten?
8. Was versteht man unter einer impliziten Option im Fremdkapitalbereich?
9. Weshalb muss eine Bank einen «doppelten» Risikozuschlag im Zinssatz risikobehafteter Kredite verrechnen?
10. Was ist eine Realoption (im engeren Sinn, d.h. auf Vermögensteile bezogen)?

Antworten

1. Das «gebrochene» (lineare) Diagramm gilt für den Ausübungszeitpunkt am Ende der Optionslaufzeit. Für frühere Zeitpunkte ergibt sich ein konvexer, kontinuierlicher Kurvenverlauf (Wert des Calls), umso «höher» liegend, je länger die Restlaufzeit (und auch die Volatilität) ist.
2. Das Replikationsportfolio besteht aus einem Anteil des Underlyings und aus einem bestimmten Kreditbetrag. Dies ergibt einen dem Delta entsprechenden Anteil Underlying *long* und einen bestimmten Bond-Betrag *short* (als Kreditaufnahme). Bei der (binomialen) risikoneutralen Methode bewertet man eine Option auf DCF-Basis, indem man den Erwartungswert des Optionsrückflusses diskontiert. Im Rahmen der Optionsbewertung darf dies in einer «risikoneutralen Welt» geschehen, ohne dass ein falscher Optionswert herauskäme. Es wird ein risikoloser Zinssatz verwendet, im Gegenzug wird aber auch mit den risikoneutralen Wahrscheinlichkeiten für die möglichen zukünftigen Aktienkurse operiert. Im Vergleich zur wirklichen «risikoaversen Welt» fällt der Rückflusserwartungswert tiefer aus, dafür wird er mit einem kleineren, d.h. dem risikolosen Zinssatz diskontiert – im Rahmen des risikoneutralen Optionswertmodells gleichen sich die beiden Effekte exakt aus.
3. Man bestimmt hier die Größen $S/PV(X)$ und $\sigma \cdot \sqrt{t}$ als Ausdruck des Optionswertes als Summe aus innerem Wert und Zeitwert der Option.
4. Gemäß Put-Call-Parität entspricht ein Bond-Betrag (in der Höhe des PV des Ausübungspreises [PV von X]) und ein Call (C), beide *long*, einer Aktie (S) (Underlying der Option) und einem Put, beide *long*. Die Put-Call-Parität erlaubt die Herleitung eines Put-Wertes, wenn man den Wert des entsprechenden Calls kennt bzw. berechnet hat und vice versa (europäische Optionen).
5. Mit zunehmender Volatilität (σ) und mit zunehmender Restlaufzeit (t) nimmt sowohl der Wert eines Calls als auch derjenige eines Puts zu. Für die übrigen Wertparameter

reagieren die Call- und Put-Werte entgegengesetzt (für den Kurs des Underlyings $[S]$, den Ausübungspreis $[X]$, den risikolosen Zinssatz $[r_f]$ und für die Dividende auf dem Underlying $[D]$).

6. Die Verteilung der Renditen weist in der Praxis *fat tails* auf, d.h. die Extreme (*«upside»* und *«downside»*) der Verteilung sind ausgeprägter, als mit der Normalverteilung unterstellt wird.
7. Das Eigenkapital kann als Call auf das Unternehmensvermögen gedeutet werden. Die Aktionäre sind *long* in diesem Call, und wenn sie alle Schuldverpflichtungen erfüllen, üben sie den Call aus und sind weiterhin die Eigner des Unternehmens.
8. Bei (risikobehaftetem) Fremdkapital hat der Schuldner, d.h. das kreditbeanspruchende Unternehmen, die Möglichkeit, den Verpflichtungen nachzukommen oder auch nicht. Im zweiten Fall wird das Unternehmen in Konkurs gehen und den Fremdkapitalgebern *«angedient»*. Dies entspricht einem Put *long* seitens des Kreditnehmers bzw. einem Put *short* auf Gläubigerseite.
9. Die Bank wird im Durchschnitt aller Kredite gesehen nicht die gesamten vereinbarten Zinsen und Rückzahlungen vereinnahmen können. Für die zu erwartenden Kreditausfälle muss sie allen Krediten einen Zinszuschlag zuteilen (*«Versicherungsprämie»*). Das Kreditgeschäft ist wie jede Geschäftstätigkeit nicht risikolos, sondern der Reinertrag unterliegt größeren Schwankungen. Für dieses (der CAPM-Denkweise entsprechende) Risiko muss die Bank – auch im Interesse ihrer Aktionäre – eine marktgerechte Risikoprämie erhalten, die ebenfalls in die Kreditkonditionen einzurechnen ist.
10. Eine Realoption ist eine implizite Option in einem Investitionsprojekt, d.h. eine zukünftige Handlungsmöglichkeit des Managements, die über eine heutige Ja/Nein-Entscheidung für die Realisierung des Projektes hinausgeht.

Denksport

Aufgabe 1

- d) Es existiere eine Call-Option auf die S-Aktie, wobei folgende Ausgangsdaten gelten:

Gegenwärtiger Aktienkurs S	75,2
Ausübungspreis X	88,2
Restlaufzeit (Ausübungsfrist) t	2 Jahre
Volatilität (Aktienkurs) σ	31,80 %
diskreter, risikoloser Zinssatz r_f	5,13 %
stetiger, risikoloser Zinssatz	5,00 %
Dividende	0

Wie hoch liegt der theoretische Wert dieser Option (zur Wert-Herleitung kann der in Abb. 126 auf Seite 672 gezeigte Tabellenausschnitt nach Brealey/Myers benützt werden oder das B/S-Modell auf www.numa.com)?

- e) Wie hoch ist der Wert einer analogen Put-Option, ermittelt über die Put-Call-Parität und überprüft anhand eines Optionsrechners (vgl. z. B. wiederum www.numa.com)?

- f) Die unter 1a) betrachtete Option notiere am Markt sofort nach Platzierung tiefer als theoretisch ermittelt, nämlich mit 10,1. Unter der Annahme, dass das B/S-Modell korrekt anwendbar ist (was bei längerfristigen Optionen nicht zweifelsfrei gesagt werden kann), wird die zukünftige Kursvolatilität der S-Aktie somit durch den Markt tiefer eingeschätzt. Sie lässt sich ermitteln, indem der Call-Wert in Form des Marktpreises als gegeben betrachtet und die Volatilität (als sogenannte implizite Volatilität) als gesuchte Größe berechnet wird.

Wie hoch ist in unserem Fall die implizite Volatilität der S-Aktie aufgrund der Call-Notierung am Markt etwa?

- g) Was für eine Gewinn-Verlust-Struktur ergibt sich, wenn man ein Portfolio, bestehend aus 1 Call *long* und 1 Put *short* gemäß Aufgabe 1a) bildet? Wie sieht das Replikationsportfolio aus, wobei zu zeigen ist, dass für Aktienkurse von 80, 88,2 und 95 das Call-*long*-/Put-*short*- und das Replikationsportfolio die gleichen Auszahlungsprofile besitzen?

Lösungsvorschlag Aufgabe 1

- h) Über einen Black/Scholes-Rechner, zum Beispiel über www.numa.com, ermittelt, beträgt der Wert dieses Calls $C = 11,604 \approx 11,6$.

Die «Größe 1» und die «Größe 2» für die Tabellenlösung sehen wie folgt aus:

$$\text{Größe 1: } \frac{S}{PV(X)} = \frac{75,2}{\left(\frac{88,2}{1,0513^2} \right)} = 0,9423$$

$$\text{Größe 2: } \sigma \cdot \sqrt{t} = 0,318 \cdot \sqrt{2} = 0,45$$

Gemäß Tabelle (vgl. Abb. 126 auf Seite 672) beträgt der Wert C/S bei grober Interpretation zwischen den Spalten «0,90» und «1,00» 15,4%, d. h.

$$C = 0,154 \cdot 75,2 = 11,6$$

- i) Aufgrund der Put-Call-Parität gilt Folgendes:

$$75,2 + P = \frac{88,2}{1,0513^2} + 11,6$$

$$P = 79,8 + 11,6 - 75,2 = 16,2$$

Mit Hilfe eines Black/Scholes-Rechners berechnet sich der genaue Wert dieses Puts $P = 16,210 \approx 16,2$.

- j) Der Call-Kurs von 10,1 entspricht in Prozent des Aktienkurses

$$\frac{C}{S} = \frac{10,1}{75,2} = 13,4\%$$

Gemäß den Spalten «0,90» und «1,00» im Tabellenausschnitt (vgl. Abb. 126 auf Seite 672) muss die Kursvolatilität der S-Aktie tiefer liegen, weil der Kurswert in Prozent der Aktie nicht 15,4%, sondern bloß 13,4% ausmacht. Bei korrekter Interpolation für die

nicht vorhandene Spalte «0,94» liegt der neue Wert der Größe 2 von 13,4% gerade auf der Zeile «0,40». Die implizite Volatilität σ_i sieht dann wie folgt aus (Tabellenwert):

$$\sigma_i \cdot \sqrt{t} = 0,40; \sigma_i \cdot \sqrt{2} = 0,40; \sigma_i = \frac{0,4}{1,414} = 0,283 = 28,3\%$$

Anhand des Optionsrechners ermittelt, beträgt die implizite Volatilität

$$\sigma_i = 0,2825 = 28,25\%$$

- k) Der Call *long* bringt Upside-Potenzial, der Put *short* Downside-Potenzial, was der direkten Anlage in die Aktie entspricht. Das Investment beträgt $11,6 - 16,2 = -4,6$, d.h. man ist 4,6 liquide Mittel *long*.

Man könnte gemäß Replikationsportfolio auch einen Kredit von 79,8 zum Zinssatz von 5,13% aufnehmen und 1 Aktie zum heutigen Kurswert von 75,2 kaufen. Das Nettoinvestment würde ebenfalls $-4,6$ ausmachen.

Nach 2 Jahren ergäbe sich folgendes Bild (illustriert an einem zukünftigen Aktienkurs S_2 von 80 bzw. 88,2 oder 95). Dabei ist zu beachten, dass die Kreditrückzahlung aufgezinst 88,2, resultierend aus $79,8 \cdot 1,0513^2$, beträgt. Der Kapitalertrag auf dem im Ausgangszeitpunkt zur Verfügung stehenden Betrag von 4,6 ist dabei konsequent vernachlässigt (man könnte bei allen Ergebnissen 5% pro Jahr von 4,6, d.h. 0,47 addieren).

	Portfolio C – P	Portfolio S – B
$S_2 = 80$	Put-Verlust $-8,2$	$80 - 88,2 = -8,2$
$S_2 = 88,2$	Optionen-Verfall 0	$88,2 - 88,2 = 0$
$S_2 = 95$	Call Ausübung 6,8	$95 - 88,2 = 6,8$

Das Portfolio C – P entspricht somit einem (leicht über 100%) fremdfinanzierten Aktienkauf, also einer Anlageposition mit einem höheren Leverage (S – B). Das Auszahlungsprofil ist insofern speziell (und das Beispiel theoretisch), als im Ausgangszeitpunkt per Saldo eine Einnahme erzielt wird, da der Put (*short*) mehr wert ist als der Call (*long*).

Aufgabe 2

- a) Wie hoch muss der Ausübungspreis (X) einer Option auf eine Aktie ohne Dividendenzahlung liegen, damit eine Call-Option und eine äquivalente Put-Option im Betrachtungszeitpunkt gerade den gleichen Wert aufweisen? Zur allgemeinen Lösung soll ein einfaches Beispiel gemacht werden, für welches die entsprechenden Optionswerte zu ermitteln sind (aus der Tabelle in Abb. 126 auf Seite 672, Optionsrechner).
- b) Mit den Calls und Puts aus Aufgabe 2a) wird – mit je 1 Stück – ein Portfolio gebildet und zwar mit 1 Call *long* und 1 Put *short*. Was verkörpert dieses Portfolio, wie könnte es anders abgebildet (repliziert) werden, und welches Risiko ist damit verbunden?

Lösungsvorschlag Aufgabe 2

- a) Die Put-Call-Parität lautet wie folgt:

$$S + P = \frac{X}{(1 + r_f)^t} + C$$

Damit der Put-Wert (P) und der Call-Wert (C) gleich sind, muss offensichtlich gelten:

$$S = X/(1 + r_f)^t, \text{ d.h. } X = S \cdot (1 + r_f)^t$$

Nimmt man S mit 100, t mit 1 Jahr und r_f mit 4% an, so muss der Ausübungspreis X gerade 104 betragen. Dies sei anhand einer Aktie als Basistitel mit einer Volatilität von 20% gezeigt, wobei jetzt für den Call bzw. den Put folgende wertbestimmende Parameter gelten:

Kurswert der Aktie S	100
Ausübungspreis X	104
Restlaufzeit bzw. Ausübungsfrist t	1 Jahr
Volatilität des Aktienkurses σ	20%
diskreter risikoloser Zinssatz r_f	4%
stetiger risikoloser Zinssatz	3,92%

Mit einem Optionsrechner erhält man folgende Werte für C und für P:

$$C = 7,966; P = 7,966$$

Zur Wertermittlung über die Brealey/Myers-Tabelle müssen die Hilfsgrößen 1 und 2 berechnet werden:

$$\text{Größe 1: } \frac{S}{PV(X)} = \frac{100}{\left(\frac{104}{1,04}\right)} = 1,00$$

$$\text{Größe 2: } \sigma \cdot \sqrt{t} = 0,20 \cdot \sqrt{1} = 0,20$$

Anhand des Tabellenausschnitts (vgl. Abb. 126 auf Seite 672) erhält man einen Call-Wert von 8% des Aktienkurses, d.h. 8% von 100 = 8,0. Der Put-Wert kann über die Put-Call-Parität hergeleitet werden:

$$100 + P = \frac{104}{1,04} + 8,0$$

Der Put-Wert P ist damit gleich C, nämlich 8,0.

Bei einer veränderten Volatilität von 30% würden sich folgende Resultate ergeben:

$$C = 11,924$$

$$P = 11,924$$

Die Hilfsgrößen für die Tabellen-Lösung würden jetzt wie folgt aussehen:

- Größe 1: 1,00
- Größe 2: 0,30

Der Call-Wert gemäß Tabelle beträgt dann C = 11,9 und der Put-Wert muss – analog zur oben gezeigten Herleitung – auch gerade P = 11,9 betragen.

- b) Der Call *long* (Upside-Potenzial) kombiniert mit dem Put *short* (Downside Risk) ergibt ein für die entsprechende Aktienposition (Underlying S) geltendes Auszahlungsprofil. Die ursprüngliche Investition beträgt C – P, was bei Gleichheit von C und P ein Null-Investment bedeutet. Dieses Portfolio könnte durch den zu 100% fremdfinanzierten

Kauf der zugrunde liegenden Aktie S abgebildet (repliziert) werden. Dies lässt sich leicht überprüfen:

Bei einem Aktienkurs in einem Jahr (S_1) von 104 werden Call und Put wertlos verfallen, und das Alternativportfolio liegt ebenfalls bei 0, da aus dem Aktienverkaufserlös von 104 gerade Kredit und Zinsen ($100 + 4 = 104$) getilgt werden können. Bei einem Szenario von $S_1 < 104$ ergibt sich je der gleiche Verlust wie beim Aktieninvestment, bei einem solchen von $S_1 > 104$ je der gleiche Gewinn. Deshalb ist das Risiko dieses Optionsportfolios dem Risiko der fremdfinanzierten Aktie äquivalent.

Kapitel 11

Finanzcontrolling, Finanzinformation und Corporate Governance

Kurzfragen und Antworten zum Abschnitt 11.1

Kurzfragen

1. Was wäre ein sinnvoller Planungshorizont im Rahmen einer mittel- bis langfristigen Finanzplanung eines Automobilproduzenten? Welche Probleme ergeben sich aus einer zu kurz- bzw. zu langfristigen Finanzplanung?
2. Finanzierung, Dividenden, Liquidität und Rentabilität werden bei Großunternehmen im Rahmen schriftlich formulierter Grundsätze häufig, zumindest knapp, umrissen. Was wäre je ein Beispiel einer typischen Kenngröße?
3. Der Buchhaltungschef eines mittelgroßen Fabrikationsbetriebs hat eine Dreijahresfinanzplanung in Form von Plan-Erfolgsrechnungen und Plan-Bilanzen erstellt, unterlegt mit qualitativen Kommentaren. Welche zusätzlichen Zahlen wären im Rahmen einer solchen Finanzvorschau wünschenswert?
4. Weshalb kann eine Bottom-up-Erarbeitung von Mehrjahresfinanzplänen, analog zur Erarbeitung des Jahresbudgets, wertvoll sein?
5. Unter welchen Umständen sind längerfristige Finanzprojektionen in der Praxis unerlässlich?
6. Welche Schwierigkeiten kann die längerfristige Finanzplanung hauptsächlich in mittleren und kleineren Unternehmen einerseits und in großen internationalen Konzernen andererseits bereiten?
7. Was ist im Zusammenhang mit größeren Wachstumsplänen im Hinblick auf die Finanzplanung zu beachten?
8. Weshalb ist die «Unterlegung» der Finanzplanungszahlen mit qualitativen, verbalen Informationen von großer Bedeutung?

Antworten

1. Im Fall eines Automobilbau-Unternehmens sollten sicher mindestens auf drei Jahre hinaus Finanzplandaten zusammengestellt werden. Bei allfälligen Großinvestitionen (z.B. erhebliche Betriebserweiterung) wäre der Planungshorizont auszudehnen, zum Beispiel auf mindestens fünf Jahre. Eine zu kurzfristig vorgenommene Finanzplanung birgt die Gefahr des Verlustes der längerfristigen Balance der Finanzentwicklung. Eine zu langfristig vorgenommene Finanzplanung verursacht unnötige Kosten, kann demotivierend wirken, zu «Zahlenfriedhöfen» führen und den Stellenwert der Planung unnötig beeinträchtigen.
2. Finanzierung: Kapitalstruktur (Fremdkapital/Eigenkapital bzw. Eigenkapitalquote); Dividenden: Payout Ratio; Liquidität: Quick Ratio; Rentabilität: ROE-Ziel für das Gesamtunternehmen. Oft werden solche Größen in Bandbreiten festgehalten.

3. Es sollten auch Plan-Geldflussrechnungen erstellt sowie ausgewählte Finanzkennzahlen ermittelt werden.
4. Top-down, «am Schreibtisch» rudimentär entwickelte Finanzprojektionen können in einzelnen Projektplanungen sinnvoll sein. Im Rahmen des jährlich, routinemäßig ablaufenden Finanzplanungsprozesses sollten indessen die wichtigsten Führungsbereiche (namentlich zur Erarbeitung von Umsatzprognosen) direkt involviert werden. Verschiedene Gründe sprechen dafür: Plausibilität und Aussagegehalt der Planzahlen; Motivation der involvierten Stellen; Förderung des langfristigen Denkens; Bewusstsein der Führungsverantwortlichen des Unternehmens für das Engagement des Boards, der die Finanzpläne entgegenzunehmen hat.
5. Im Zusammenhang mit Gründungen, Expansionssprüngen und Großprojekten drängt sich in jedem Fall eine längerfristige Finanzprojektion über mehrere Planjahre auf, zu- meist im Rahmen eines umfassenden Business-Plans.
6. Bei mittleren und kleineren Unternehmen liegen die Schwierigkeiten häufig im fehlenden Know-how, fehlender Zeit für Planungsarbeiten, unzureichender Planungsbasis, manchmal auch mangelnder Einsicht in die Bedeutung einer fundierten Finanzplanung. In großen internationalen Konzernen kann die Komplexität der hier notwendigen Planungsarbeiten eine Herausforderung sein. Nicht selten sind auch Interessen und Machtkonflikte zwischen Konzernleitung und einzelnen Konzernbereichsleitungen (z.B. Ländermanagement) zu beobachten, da große Konzerngebilde ausgeprägt multi-personelle und oft multikulturelle heterogene Organisationen sind.
7. Ein zu ungestümes und zu wenig geplant vorgenommenes Firmenwachstum ist eines der möglichen klassischen Krisenszenarien. Der zusätzliche Kapitalbedarf muss besonders sorgfältig geplant werden, und die Finanzierbarkeit ist kritisch zu analysieren. Dabei sind auch «Schlechtwetter»-Varianten zu planen, insbesondere hinsichtlich Zeitfaktor, realisiertem Umsatz und zukünftigem operativem Cash-flow-Aufkommen.
8. Die Planzahlen sind nur so viel wert, als sie konkreten Aussagegehalt besitzen und zu einer realistischen Einschätzung der Zukunft beitragen. Daher sind zwei Arten von qualitativen, verbalen Informationen wichtig: erstens solche zu den Planungsannahmen (Umwelt, Konjunktur und Wachstum, Märkte, Marktanteile, innerbetriebliche Entwicklungen usw.) und zweitens solche zu den Folgerungen aus den Zahlen der Finanzplanung.

Denksport

Aufgabe 1

Für die Prospekt AG soll eine längerfristige Finanzplanung in einfacher Form erstellt werden.

Der Jahresabschluss 20x0 zeigt folgendes Bild (Werte in Mio. EUR):

Bilanz per 31.12.20x0			
Liquide Mittel	20	Kreditoren	40
Debitoren	80	Bankkredite	120
Vorräte	150	Hypotheken	160
Anlagen	250	Eigenkapital	180
Total Aktiven	500	Total Passiven	500
Erfolgsrechnung 20x0			
Verkaufsumsatz			1000
Herstellkosten			500
Verwaltung und Vertrieb			375
Abschreibungen			60
EBIT			65
Fremdkapitalzinsen			20
Steuern			15
Reingewinn			30

Für die drei Planjahre 20x1 bis 20x3 ist eine längerfristige Finanzvorschau zu erarbeiten (Plan-Erfolgsrechnungen, Plan-Bilanzen und Plan-Geldflussrechnungen). Darauf basierend sind folgende Kennzahlen (vgl. Abschnitt 2.2.2) zu ermitteln:

- Quick Ratio = (liquide Mittel + Debitoren)/kurzfristiges Fremdkapital
- Eigenfinanzierungsgrad = Eigenkapital/Gesamtkapital
- Umsatzrendite (Return on Sales [ROS]) = Gewinn vor Zinsen/Verkaufsumsatz
- Kapitalumschlag = Verkaufsumsatz/Gesamtkapital
- Return on Investment (ROI) = Gewinn vor Zinsen/Gesamtkapital
- Return on Equity (ROE) = Reingewinn/Eigenkapital

Dabei ist von folgenden Planungsannahmen auszugehen:

	Jahr 20x1	Jahr 20x2	Jahr 20x3
Wachstum Verkaufsumsatz	20 %	25 %	10 %
Herstellkosten in % Umsatz	50 %	50 %	50 %
Verwaltung und Vertrieb	410	490	545
Abschreibungen	70	90	100
Fremdkapitalzinsen	30	35	30
Steuern vom EBT	33,3 %	33,3 %	33,3 %
Dividende	40	50	60
Liquide Mittel (Soll-Bestand)	30	40	40
Debitoren in % Umsatz	10 %	10 %	10 %
Vorräte in % Herstellkosten	30 %	30 %	30 %
Investitionen in Anlagen	150	120	30
Kreditoren in % Herstellkosten	10 %	10 %	10 %
Aufnahme/Tilgung Hypotheken	80	20	-10
Bankkredite: als Ausgleichskonto verwenden (Basis für weitere Planungsrounden)			

Lösungsvorschlag Aufgabe 1

Die Planungsrechnungen der Prospekt AG für die Jahre 20x1 bis 20x3 sehen wie folgt aus (zur Vereinfachung Rundung der Werte auf 5):

Erfolgsrechnung ...	Ist 20x0	Plan 20x1	Plan 20x2	Plan 20x3
Verkaufsumsatz	1000	1200	1500	1650
Herstellkosten	500	600	750	825
Verwaltung und Vertrieb	375	410	490	545
Abschreibungen	60	70	90	100
EBIT	65	120	170	180
Fremdkapitalzinsen	20	30	35	30
Steuern	15	30	45	50
Reingewinn	30	60	90	100
Dividende	25	40	50	60
Bilanz per Ende ...	Ist 20x0	Plan 20x1	Plan 20x2	Plan 20x3
Liquide Mittel	20	30	40	40
Debitoren	80	120	150	165
Vorräte	150	180	225	250
Anlagen	250	330	360	290
Total Aktiven	500	660	775	745
Kreditoren	40	60	75	85
Bankkredite	120	160	200	130
Hypotheken	160	240	260	250
Eigenkapital	180	200	240	280
Total Passiven	500	660	775	745
Geldflussrechnung ...		Plan 20x1	Plan 20x2	Plan 20x3
Reingewinn		60	90	100
Abschreibungen		70	90	100
«Cash-flow» (NUV)		130	180	200
Zunahme Debitoren		–40	–30	–15
Zunahme Vorräte		–30	–45	–25
Zunahme Kreditoren		20	15	10
Operating Cash-flow		80	120	170
Investitionen in Anlagen		–150	–120	–30
Desinvestitionen		0	0	0
Cash-flow Investitionsbereich		–150	–120	–30
Aufnahme/Tilgung Hypotheken		80	20	–10
Erhöhung/Reduktion Bankkredite		40	40	–70
Dividenden		–40	–50	–60
Cash-flow Finanzierungsbereich		80	10	–140
Anfangsbestand liquide Mittel		20	30	40
Operating Cash-flow		80	120	170
Cash-flow Investitionsbereich		–150	–120	–30
Cash-flow Finanzierungsbereich		80	10	–140
Endbestand liquide Mittel		30	40	40

Kennzahlen ...	Ist 20x0	Plan 20x1	Plan 20x2	Plan 20x3
Quick Ratio	63 %	68 %	69 %	95 %
Eigenfinanzierungsgrad	36 %	30 %	31 %	38 %
Umsatzrendite (ROS)	5,0 %	7,5 %	8,3 %	7,9 %
Kapitalumschlag	2,00	1,82	1,94	2,22
Return on Investment (ROI)	10,0 %	13,6 %	16,1 %	17,5 %
Return on Equity (ROE)	16,7 %	30,0 %	37,5 %	35,7 %

Die mit dieser Finanzplanung gewonnenen Zahlen zeigen Folgendes: Die mit den Erweiterungsinvestitionen angestrebte Expansion schlägt sich in steigenden Erfolgszahlen nieder und dürfte daher auch eine angemessene Wertgenerierung gewährleisten. Obwohl die Investitionsfinanzierung von relativ kurzfristiger Natur ist, bleibt die finanzielle Balance auf mittlere Sicht gewahrt.

Aufgabe 2

- Welches sind Beispiele für Branchen oder Teilbranchen, in denen Unternehmen vergleichsweise gut und sinnvoll (bzw. schlecht) Finanzprojektionen auf drei Jahre hinaus schätzen können?
- Die Decent Group, ein großer internationaler Konzern (rund hundert Konzerngesellschaften weltweit mit Finanzholding als unechter Publikumsgesellschaft und Mehrheitsaktionär in der Schweiz) mit guten Wachstumsaussichten, wird dezentral geführt, teils auch im Finanzbereich. Bisher wurde auf konsolidierter Ebene nur ein Jahresbudget, aber keine mittelfristige Finanzvorschau erstellt. Welche Probleme könnten daraus entstehen?

Lösungsvorschlag Aufgabe 2

- Positive Beispiele:
 - Kiesgewinnung,
 - Herstellung von Kunststoffen,
 - Schokolade-Fabrikation,
 - Warenhaus,
 - Großhandel mit Elektrogeräten.

Gegenbeispiele:

 - Spitzenweinproduktion (externe Einflüsse durch Witterung),
 - Architekturbüro (schwankender Auftragseingang in Einzelprojekten),
 - Beratungsunternehmen mit Nischenstellung (spezifische Mandate unterschiedlichen Umfangs),
 - Privatbank (Spezifität der Dienstleistung, Börsenschwankungen),
 - Internet-Unternehmen mit starkem Wachstum (Wachstumssprünge, schlechte Prognostizierbarkeit).
- Bei dezentraler Unternehmensführung, die zumindest teilweise auch für den Finanzbereich zutrifft, besteht die Gefahr einer Beeinträchtigung des längerfristigen finanziellen Gleichgewichts. Auch große Konzerne mit Kapitalmarktzugang operieren häufig nicht unter der «Lehrbuch-Idylle» beliebiger Kapitalverfügbarkeit. Wird die Investitionspolitik in den Tochtergesellschaften konzernweit zu wenig koordiniert, können

Finanzierungsengpässe entstehen, oder die Fremdkapitalaufnahme muss unerwünscht stark ausgeweitet werden. Für Eigenkapitaltransaktionen besteht nicht immer der notwendige Spielraum, indem die Primärmarktkonstellation ungünstig sein oder eine Aktienkapitalerhöhung wegen der Gefährdung einer Mehrheitsposition nicht opportun sein kann.

Kurzfragen und Antworten zum Abschnitt 11.2

Kurzfragen

1. Ein externes Mitglied des Boards der Success Corp. stellt im Zusammenhang mit der Berichterstattung an den Verwaltungsrat fest, dass die Werbeausgaben des abgeschlossenen zweiten Quartals des laufenden Geschäftsjahres 40% unter dem Budget liegen. Welche Überlegungen lassen sich dazu anstellen?
2. Welches ist die «sensibelste», kritischste GröÙe im Rahmen des gesamten Jahresbudgets?
3. Weshalb treten Budget-Bilanzen im Zusammenhang mit der Monatsbudgetierung etwas in den Hintergrund?
4. Eine mittelständische Schweizer Fabrikationsgesellschaft besitzt einen mit internen und firmenexternen Mitgliedern bestückten sechsköpfigen Verwaltungsrat (VR), der sich jährlich zu drei ordentlichen VR-Sitzungen trifft. Die VR-Mitglieder erhalten monatlich Auswertungen des betrieblichen Rechnungswesens zugestellt, wobei auf eine Erläuterung dieser Zahlen verzichtet wird. Welche Nachteile können sich aus dem letztgenannten Sachverhalt ergeben?
5. Weshalb sollte eine Monatsplanung der Liquidität in einem Unternehmen in guten Zeiten (wo sie eigentlich gar nicht benötigt würde) aufgebaut werden?
6. Weshalb ist eine saubere organisatorische Institutionalisierung von Planung und Budgetierung wichtig?

Antworten

1. Zunächst führt die Nichtbeanspruchung des Werbebudgets um 40% zu Minderausgaben, Minderaufwand und hat damit einen positiven Einfluss auf die laufende Gewinn- und operative Cash-flow-Entwicklung. Mittel- bis längerfristig ist indessen die negative Seite dieses Sachverhalts im Auge zu behalten, indem eine gedrosselte Werbung die zukünftige Umsatzentwicklung beeinträchtigen kann. Die zunächst rein zahlenmäßig erfasste Budgetunterschreitung ist auf jeden Fall kommentierungsbedürftig und müsste im Verwaltungsrat (Board of Directors) eingehend besprochen werden.
2. Die «sensibelste», kritischste GröÙe ist der budgetierte Jahresumsatz, da er weitreichenden Einfluss auf fast alle anderen PlanungsgröÙen hat.
3. Bilanzen sind Zeitpunktaufnahmen, denen vor allem für die mittelfristige Strukturplanung Bedeutung zukommt. Die Planungsgenauigkeit von Monatsplänen kontrastiert damit etwas zum Aussagegehalt der Bilanz. Viele Großunternehmen sind aber auch im

Rahmen der laufenden monatlichen Resultatermittlung dazu übergegangen, Zwischenbilanzen zu erstellen.

4. Vor allem für die firmenexternen VR-Mitglieder verlieren die Zahlen an Aussagewert, da für sie die Interpretation der Entwicklungen und Budget-Abweichungen erschwert ist. Es sollte nicht Aufgabe der VR-Mitglieder sein, eigene Interpretationen zu erarbeiten. Vielmehr sind ihnen die Überlegungen der Geschäftsleitung zu kommunizieren, was eine eigene Einschätzung erleichtert und zusätzlich Rückschlüsse auf die Qualität der Geschäftsleitung erlaubt.
5. In möglichen Abwärtsphasen kommt einer fundierten Liquiditätsplanung zentrale Bedeutung zu. Schlechte Geschäftsentwicklungen bahnen sich manchmal recht unerwartet und rasch an. Das Fehlen einer Liquiditätsplanung und des dadurch fehlenden Planungs-Know-hows wirkt sich in solchen Geschäftsphasen äußerst ungünstig aus. Dazu kommt, dass kreditgebende Banken gerade in Problemsituationen von Kreditnehmern auf eine fundierte Liquiditätsplanung achten.
6. Planung und Budgetierung sind wichtige Kommunikationsinstrumente innerhalb der Geschäftsleitung und im Verhältnis Geschäftsleitung–Verwaltungsrat (Board of Directors). Damit die erarbeiteten Finanzdaten in die Führungsentscheidungen Eingang finden können, muss ihre Erarbeitung auf den zeitlichen Rhythmus der Führungssitzungen abgestimmt werden.

Denksport

Aufgabe 1

Ausgehend von der mittel- bis längerfristigen Finanzplanung für die Jahre 1 bis 3 der Prospekt AG (siehe Denksport-Aufgabe 1 zu Abschnitt 11.1) soll eine Liquiditätsplanung mit Monatszahlen für das Planjahr 20x1 erarbeitet werden. Dabei dienen die bereits ermittelten Planzahlen 20x1 als Ausgangsbasis.

Welche Arbeitsschritte sind zur Gewinnung des verlangten, nach Monaten gegliederten Liquiditätsplanes grundsätzlich erforderlich? Welche Teilgrößen müssen dazu ermittelt werden, und welche Schätzungen sind demzufolge nötig?

Lösungsvorschlag Aufgabe 1

Als erster, zentraler Arbeitsschritt ist der geplante Verkaufsumsatz 20x1 in Monatszahlen aufzugliedern. In vielen Fällen kann dabei auf Erfahrungszahlen der Vergangenheit abgestellt werden, und die Monatsumsätze lassen sich dann, zumindest in ihrem Jahresverlauf, vergleichsweise realistisch abschätzen.

Zur Umrechnung der Monatsumsätze in Einnahmen aus Debitorenzahlungen pro Monat ist das Zahlungsverhalten der Kunden zu analysieren. Eine einfache Annahme könnte zum Beispiel darin bestehen, den Zahlungseingang für die Umsätze eines bestimmten Monats zu 25 % dem gleichen Monat, zu 50 % dem Folgemonat und zu weiteren 25 % dem zweiten Folgemonat zuzurechnen.

Weiter ist, in Abstimmung mit den Umsatzzielwerten, der Einkauf und die Produktion bzw. Leistungserbringung auf Monatsbasis zu planen. Aus den Waren- und Materialeinkäufen beispielsweise lassen sich – analog zur Umsatz- und Debitorenplanung – die in den einzelnen Monaten fälligen Kreditorenzahlungen ableiten. Sämtliche betrieblichen Kosten- bzw. Aufwandspositionen sind auf ihre Ausgabenwirksamkeit hin zu überprüfen.

Die komplette Zusammenstellung der leistungsbedingten Einnahmen- und Ausgabenströme führt schließlich zum geplanten operativen Cash-flow. Man spricht im Zusammenhang mit einer solchen komponentenweisen Herleitung des operativen Cash-flows auch von einer «direkten» Cash-flow-Herleitung.

Neben den leistungsbedingten Zahlungsströmen gilt es, die Ausgaben und Einnahmen des Investitions- und des Finanzierungsbereichs zu planen. Basis bilden dabei die Investitionspolitik und die mittelfristige Kapitalbeschaffungsplanung. Investitions- und Finanzierungsvorgänge werden zweckmässigerweise getrennt vom Leistungsgeschehen erfasst.

Die monatsweise erstellten Einnahmen-Ausgaben-Pläne für den operativen Bereich sowie den Investitions- und Finanzierungsbereich sind schließlich in einer Zahlungsstrom-Übersicht zusammenzuführen.

Aufgabe 2

Der Buchhalter der A-AG hat auf einem PC-Spreadsheet einen kleinen Liquiditätsplanungsraster entwickelt. Dabei berücksichtigt er folgende Positionen, für die er Monatswerte planen will:

	Monat 1	Monat 2	Monat 3
Reingewinn	...	...	...
Abschreibungen	...	...	...
«Cash-flow» (zum Fonds NUV)	...	...	...
Veränderung Debitoren	...	...	...
Veränderung Kreditoren	...	...	...
Veränderung Vorräte	...	...	...
Cash-flow (zum Fonds Cash)	...	...	...
Kreditaufnahmen	...	...	...
Kredittilgungen	...	...	...
Desinvestitionen	...	...	...
Investitionen	...	...	...
Liquiditätsveränderung	...	...	...

Aufbau und Inhalt dieses Liquiditätsplanungsrasters sollen kritisch unter die Lupe genommen werden.

Lösungsvorschlag Aufgabe 2

Es sollten Cash-flow-Hauptbereiche gebildet werden, und zwar für die operativen Cash-flows, die Cash-flows aus Finanzierung und die Cash-flows aus Investitionsvorgängen.

Die operativen Cash-flows sollten in der Liquiditätsplanung nach der direkten Methode hergeleitet werden, und nicht – wie in der Aufgabenstellung – nach der indirekten. Die indirekte Herleitung zeigt nur die Zusammensetzung des operativen Cash-flows, während

die direkte Herleitung die Ursachen seiner Entstehung transparent macht. Dabei ist bottom-up von den einzelnen Einnahmen- und Ausgabenströmen auszugehen.

In einem vierten Hauptbereich können Anfangs- und Schlussbestand der liquiden Mittel (dazu gehören auch kurzfristige Bankguthaben, Festgelder und zum Teil Wertschriften), zusammen mit der aus dem Liquiditätsplan hervorgehenden Veränderung der jeweiligen Periode, aufgezeigt werden.

Der vorgeschlagene Raster muss zudem ergänzt werden; so fehlen zum Beispiel die Dividendenausgaben.

Eine verbesserte Liquiditätsplanung könnte wie folgt aussehen (dabei werden nur die wichtigsten Positionen gezeigt):

	Monat 1	Monat 2	Monat 3
Umsatzeinnahmen (Debitorenzahlungen)	...	...	...
Waren- und Materialausgaben (Kreditorenzahlungen)	...	...	...
Löhne und Gehälter	...	...	...
Verwaltungsausgaben	...	...	...
Vertriebsausgaben	...	...	...
Verschiedene Einnahmen und Ausgaben	...	...	...
Operativer Cash-flow (zum Fonds Cash)	...	...	...
Kreditaufnahmen	...	...	...
Beteiligungsfinanzierung	...	...	...
Kredittilgungen	...	...	...
Fremdkapitalzinsen	...	...	...
Steuerzahlungen	...	...	...
Dividenden	...	...	...
Cash-flow Finanzierungsbereich	...	...	...
Investitionen in materielle Anlagen	...	...	...
Einnahmen aus Desinvestitionen	...	...	...
Andere Investitionen/Desinvestitionen	...	...	...
Cash-flow Investitionsbereich	...	...	...
Zu-/Abnahme liquide Mittel (Total)			
Anfangsbestand liquide Mittel	...	...	...
Zu-/Abnahme liquide Mittel	...	...	...
Endbestand liquide Mittel	...	...	...

Kurzfragen und Antworten zum Abschnitt 11.3

Kurzfragen

1. Welchen Finanzführungsaufgaben muss mit einer internen und externen Finanzberichterstattung entsprochen werden können?
2. Was bedeutet «stufengerechte Managementinformation», wenn man an das Kosten-Nutzen-Verhältnis der Informationsgenerierung und -vermittlung denkt?
3. Was ist die Idee eines sogenannten Value Reporting?

4. Was ist der Stellenwert des jährlichen Geschäftsberichts im Rahmen der externen Finanzberichterstattung?
5. Welches sind heute die international wichtigsten Normen zur finanziellen Rechnungslegung von Gesellschaften?
6. Weshalb kann man die Finanzpublizität als Value Driver bezeichnen?
7. Welches ist ein im Zusammenhang mit der externen Kommunikation in Krisenlagen besonders wichtiger Aspekt?
8. Was versteht man unter Corporate Governance, und warum ist diese für eine Marktwirtschaft äußerst bedeutsam?
9. Welches sind die in Abschnitt 11.3.9 erwähnten vier Hauptgruppen, die vom Sarbanes-Oxley Act (SOX) besonders tangiert werden.
10. Inwieweit sind ethisches Verhalten im Unternehmen und Reputation nicht nur defensive, sondern auch aktiv zu pflegende wertrelevante Aspekte?

Antworten

1. Die Finanzführungsaufgaben betreffen die Finanzierung und Liquiditätssicherung des Unternehmens einerseits und die wertorientierte Führung im Sinne des Wertsteigerungsziels andererseits.
2. Es sollen alle für eine Führungsebene relevanten Führungsinformationen vermittelt werden, aber nur diese. Ein Informations-«Overload» ist doppelt schlecht: er verursacht direkte und indirekte Kosten, und der subjektiv empfundene Wert der Information wird verwässert.
3. Die herkömmlichen Elemente des Rechnungswesens sind zu wenig auf die Wertgenerierung eines Unternehmens ausgerichtet, und es dominiert die quantitative Information. Ein Value Reporting hat die entsprechenden Lücken zu schließen und insbesondere qualitative, zukunftsgerichtete Wertinformationen – vor allem strategischer Natur – zu vermitteln.
4. Der (klassische) jährliche Geschäftsbericht ist nach wie vor ein zentrales Element. Er wird heute immer mehr durch eine Halbjahres- und Quartalsrapportierung ergänzt, und die von den Börsen geforderte Ad-hoc-Berichterstattung informiert laufend über wichtige (aktienkursrelevante) Entwicklungen. Der Geschäftsbericht in Print-Form wird zunehmend durch die Internet-Publizität ergänzt, die eine «interaktivere» Präsentation des Geschäftsberichtes erlaubt.
5. Es sind dies die US GAAP – auch über die USA hinaus bedeutsam – sowie die IFRS, welche heute für börsennotierte Gesellschaften in der EU den relevanten Standard darstellen.
6. Die Finanzpublizität einer börsennotierten Gesellschaft hat eine angemessene Werttransformation in dem Sinne sicherzustellen, als sich der firmenintern generierte Wert (realistisch) im Aktienkurs widerspiegeln sollte. Nur so wird die Wertgenerierung der Gesellschaft für die Anteilseigner wirksam, und auch das wertabhängig entlohnte Management (häufig: Kompensation mit Aktien der eigenen Gesellschaften bzw. Call-Optionen darauf) ist daran interessiert.

7. Im Zusammenhang mit der externen Kommunikation in Krisenlagen ist der Vertrauensaspekt von zentraler Bedeutung. Gelingt es einem Management, durch professionelles Verhalten und glaubwürdige Kommunikation auch in der Krise Vertrauen zu erhalten, kann sich dies über die Krisenbewältigung hinaus sogar positiv auf die Zukunft auswirken.
8. Unter Corporate Governance versteht man Regelungen, Instrumente und Maßnahmen, welche sicherstellen, dass das Management einer Publikumsgesellschaft im Interesse der Aktionäre und bis zu einem gewissen Grad auch speziell im Interesse anderer Stakeholdergruppen handelt. Publikumsgesellschaften bilden *das* Modell für große und größte Firmen in marktwirtschaftlichen Systemen. Die stets vorhandenen Informations-, Interessen- und Zielasymmetrien zwischen verschiedenen Akteuren, hier namentlich zwischen Management und Aktionären, erfordern zwingend wirksame Mechanismen zur «Disziplinierung» des Managements.
9. Durch den SOX werden namentlich börsennotierte Gesellschaften, deren Board-Mitglieder und das oberste Management, das Audit Committee des Boards und die Prüfungsgesellschaften tangiert.
10. Ethisches Verhalten des Managements und Reputation wirken sich zumeist positiv auf die Geschäftsentwicklung und die Beurteilung durch die Finanzmärkte aus und sind somit wertbegründende Aspekte.

Denksport

Aufgabe 1

Die Turbinfo AG gibt im Geschäftsbericht folgendes Jahresergebnis bekannt (alle Werte in Mio. WE):

- Reingewinn (gemäß Erfolgsrechnung): 100

Der Jahresumsatz der Gesellschaft beträgt 5000, die Bilanzsumme 3000 und das bilanzierte Eigenkapital 1200. Der börsenkapitalisierte Wert des Eigenkapitals liegt gegenwärtig bei 2000.

Wie ist das Jahresergebnis der Turbinfo AG aus der Sicht der wertorientierten Unternehmensführung zu beurteilen?

Lösungsvorschlag Aufgabe 1

Der Reingewinn des Geschäftsjahres von 100 entspricht einer Eigenkapitalrendite von

$$\text{ROE} = \frac{100}{1200} \approx 8,3\%$$

Dieser ROE ist nicht sehr hoch, kann aber vordergründig als noch akzeptabel bezeichnet werden.

Geht man aber von einer Renditeforderung der Aktionäre (k_{EK}) von beispielsweise 8% aus, die auf dem Marktwert der Aktien bzw. des Eigenkapitals resultieren sollte, so ist der Rein-

gewinn von 100 unzureichend. Die Eigenkapitalrendite der Aktie der Turbinfo AG würde wertbezogen lediglich

$$\text{ROE} = \frac{100}{2000} = 5\%$$

betragen. Aus Aktionärssicht würde somit Wert vernichtet.

Eine andere Möglichkeit besteht darin, die auf den Marktwert der Aktien definierte Renditeforderung der Anteilseigner auf die Buchwert-Ebene zu transformieren. Auf dem Eigenkapital zu Buchwerten wäre ein ROE von rund 13,3% erforderlich, um auf den oben angenommenen Minimalgewinn von 8% von 2000 = 160 zu kommen. Das transformierte ROE-Ziel lässt sich auch wie folgt herleiten (M/B = Market-to-Book Ratio der Aktie bzw. des Eigenkapitals):

$$\text{ROE-Ziel (zu Buchwerten)} = k_{\text{EK}} \frac{M}{B} = 0,08 \cdot \left(\frac{2000}{1200} \right) = 0,08 \cdot 1,66 = 0,133 = 13,3\%$$

Der Economic Profit würde hier $100 - (0,133 \cdot 1200) = 100 - 160 = -60$ ausmachen.

Aufgabe 2

Die Diversit AG ist ein in Weinproduktion und Getränkehandel aktives Unternehmen. Für das abgelaufene Geschäftsjahr werden folgende Segments-Resultate bekanntgegeben (Werte in Mio. EUR) (NOPAT = Net Operating Profit After Tax):

NOPAT Weinproduktion	1,5
NOPAT Spitzenweinhandel	3,0
NOPAT Spirituosenhandel	1,0
NOPAT Mineralwasserhandel	1,0

Als EVA-Beiträge der Geschäftsbereiche resultieren (WACC für das Gesamtunternehmen sowie die einzelnen Bereiche = 7,5%):

EVA Weinproduktion	-0,5
EVA Spitzenweinhandel	1,5
EVA Spirituosenhandel	0,5
EVA Mineralwasserhandel	0,0

Es sind das hier offenbar verrechnete Invested Capital und die absolut gemessenen Kapitalkosten pro Geschäftseinheit herzuleiten und die Resultate zu kommentieren.

Lösungsvorschlag Aufgabe 2

Der Gesamt-NOPAT macht 6,5 aus, der Gesamt-EVA 1,5. Bei einem WACC von 7,5% bedeutet dies, dass das Invested Capital insgesamt 66,7 beträgt.

Zu diesem Resultat kommt man folgendermaßen: Die Formel für den EVA lautet

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \cdot \text{IC}$$

Daraus folgt:

$$\text{IC} = \frac{(\text{NOPAT} - \text{EVA})}{\text{WACC}}$$

Aus dieser Formel kann das IC berechnet werden:

$$IC = \frac{(6,5 - 1,5)}{0,075} = 66,7$$

Für die Geschäftsbereiche ergeben sich folgende Werte:

	NOPAT	Invested Capital	Kapitalkosten	EVA
Weinproduktion	1,5	26,7	2,0	−0,5
Spitzenweinhandel	3,0	20,0	1,5	1,5
Spirituosenhandel	1,0	6,7	0,5	0,5
Mineralwasserhandel	1,0	13,3	1,0	0,0
Unternehmen	6,5	66,7	5,0	1,5

Die hier nachgewiesenen EVA-Werte dürften allerdings kein korrektes Bild der Wertgenerierung vermitteln. Aufgrund des unterschiedlichen Geschäftsrisikos der verschiedenen Bereiche müssten differenzierte WACC-Größen verwendet werden. Deren Festlegung stellt in der Praxis nicht einfach zu lösende Probleme. Bereichsspezifischen WACC-Größen haftet fast immer eine erhebliche Subjektivität an.

Kapitel 12

Internationales Konzernfinanzmanagement

Kurzfragen und Antworten zum Abschnitt 12.1

Kurzfragen

1. Wie stehen die Begriffe Mergers & Acquisitions, Corporate Finance und Investment-Banking zueinander?
2. Gesellschaften können gegen Cash (Share Deal) oder mittels Aktientausch übernommen werden. Was ändert sich aus der Sicht der Aktionäre und aus derjenigen der Gesellschaft, wenn anstelle einer Cash-Abgeltung ein Aktientausch vorgenommen wird?
3. Welches dürfte gerade bei großen Transaktionen häufig ein zentrales Fusionsmotiv sein?
4. Welches ist das wohl bekannteste Fusions- bzw. Konzernbildungsmotiv der vergangenen fünfzig Jahre, das – «im Nachhinein» – als überwiegend negativ und unzweckmäßig betrachtet wurde?
5. Inwieweit bzw. in welcher Weise können bei Akquisitionen und Fusionen auch finanzielle Synergiepotenziale wirksam werden?
6. Wie erfolgt ein unfreundlicher Übernahmever such gegenüber einer börsenkotierten Gesellschaft im einfachsten Fall konkret?
7. Weshalb finden oft Due-Diligence-Aktivitäten nach dem Closing statt?
8. Welcher Gefahr können Gesellschaften, welche große Liquiditätsbestände besitzen, im Zusammenhang mit Akquisitionsaktivitäten unterliegen?
9. Welche darin involvierte Gruppe profitiert häufig von missglückten Akquisitionen?
10. Welcher Sachverhalt könnte dazu führen, dass zahlreiche, aus Megamergers hervorgegangene Großkonzerne keine nachhaltig überlebensfähigen Gebilde sind?
11. Welche Frage sollte im Rahmen eines konsequenten Beteiligungsmanagements periodisch gestellt werden?

Antworten

1. Mergers & Akquisitionen (M&A), d.h. Firmenübernahmen und Fusionen (auch Desinvestitionen) sind wesentliche Sachverhalte im Gebiet der Corporate Finance. Beratungsunternehmen nennen die Abteilungen, in denen die M&A-Geschäfte durchgeführt werden, häufig Corporate-Finance-Abteilungen. Banken subsumieren das M&A-Geschäft unter dem Oberbegriff des Investment-Banking, welches insbesondere auch Kapitalmarkttransaktionen (z. B. Anleihsenmissionen) umfasst.
2. Wird im Rahmen einer Quasi-Fusion der Übernahmepreis durch Aktien des Übernehmenden (Raider) beglichen, so werden die Aktionäre des übernommenen Unternehmens (Target) neu zu Beteiligten des Raiders. Die Bestimmung des Aktien-Austausch-

verhältnisses erfordert sorgfältige Bewertungen auf beiden Seiten. Eine mögliche Über- oder Unterbewertung der übernommenen Firma wird durch den Aktientausch (Quasi-Fusion) gemildert, weil die Target-Aktionäre durch ihre Beteiligungen am akquirierenden Unternehmen an potenziellen Preisvorteilen bzw. -nachteilen partizipieren. Für die übernehmende Gesellschaft bedeutet der Aktientausch auch eine Schonung der Liquidität bzw. dass keine Finanzierungstransaktionen notwendig werden.

3. Gerade bei großen Transaktionen steht häufig die Gewinnung von Marktmacht, d.h. die Erringung einer stärkeren wettbewerbspolitischen Position im Zentrum – nicht selten gepaart mit persönlichem Machtstreben von Topmanagern.
4. Es ist hier das Diversifikationsmotiv angesprochen, das in den 1960er und 1970er Jahren zu vielen Konglomeratsbildungen geführt hat (dritte Fusionswelle). Allerneueste Untersuchungen lassen zumindest gewisse Zweifel daran entstehen, ob die Werthaltigkeit von Konglomeraten «vernünftiger Art» wirklich so grundsätzlich fragwürdig ist.
5. Das externe Firmenwachstum kann dazu führen, dass neue Finanzmarktsegmente zugänglich werden und dass gewisse Economies of Scale nutzbar werden, die zu tieferen Kapitalkosten führen. In gewissen Marktphasen führt auch schon das Wachstum an sich zu einer besseren subjektiven Einschätzung durch externe Marktteilnehmer, insbesondere den Kapitalmarkt. Bei weniger großen Gesellschaften können Fusionen unter Umständen erst zu den durch Börsengesetze geforderten Minimalgrößen (Kapital, Emissionsvolumen) führen.
6. Bei einem unfreundlichen Übernahmeversuch macht die akquisitionswillige Gesellschaft (der Raider) den Aktionären des Zielobjektes eine Übernahmeofferte mit Angabe des Aktienpreises, den er zu bezahlen bereit ist. Zumeist werden dabei noch Bedingungen formuliert, an deren Erfüllung die Kaufverpflichtung bei einem verbindlichen Angebot geknüpft ist.
7. Es ist häufig nicht möglich, alle Risikopotenziale innert nützlicher Frist zu analysieren. Dazu kommt, dass im Target-Unternehmen zwischenzeitlich Veränderungen stattfinden können.
8. Es besteht latent die Gefahr, dass Manager einen Teil der verfügbaren Liquidität («Kriegskasse») in unüberlegte, unternehmenspolitisch erfolglose Akquisitionen leiten.
9. Häufig profitieren die Aktionäre der übernommenen Gesellschaft (Target) von einer finanziell erfolglosen Akquisition. Dies ist dann der Fall, wenn ein zu hoher Akquisitionspreis bezahlt wurde.
10. Die Führung großer und größter Firmengebilde ist komplex, aufwendig und nicht selten problematisch. Dazu können kulturelle Spannungen – verursacht durch unterschiedliche Produkt-, Branchen- und Länderbereiche – kommen, die es zu vermeiden bzw. in Richtung eines möglichst guten Gesamtergebnisses des Großunternehmens zu entschärfen gilt.
11. Es sollte regelmäßig nach der Werthaltigkeit der verschiedenen Beteiligungen gefragt werden, insbesondere im Hinblick auf eine wertmäßig potenziell sinnvolle Veräußerung.

Denksport

Aufgabe 1a)

Die in der Zeitspanne von etwa 1960 bis 2000 zu beobachtenden drei Fusionswellen wiesen ganz unterschiedliche Charakteristika auf. Wie lassen sich diese kurz beschreiben?

Aufgabe 1b)

Was versteht man unter Due Diligence, und welche Beziehungen bestehen zwischen der Due Diligence und der Unternehmensbewertung?

Aufgabe 1c)

Welches sind wesentliche Gründe für das Scheitern zahlreicher Konglomeratsbildungen, und welche Bedeutung hat der Diversifikationsaspekt in diesem Zusammenhang?

Aufgabe 1d)

Akquisitionen erweisen sich im Nachhinein oft als wenig erfolgreich, insbesondere im Hinblick auf das finanzielle Oberziel der Wertgenerierung. Welches könnten wohl einige der besonders häufig zu beobachtenden Fallen und Fußangeln bei Akquisitionen (gewesen) sein?

Lösungsvorschlag Aufgabe 1a)

Die erste Fusionswelle der 1960er und 1970er Jahre war durch den Diversifikationsgedanken und zahlreiche Konglomeratsbildungen geprägt. Überschüssiger Cash-flow wurde nicht wertoptimal an die Aktionäre zurückgeführt, sondern häufig in artfremde und letztlich nicht rentable Akquisitionen geleitet.

Die in den 1980er Jahren folgende Phase gründete teilweise auf den Fehlern der 1960er und 1970er Jahre. So kauften Finanzinvestoren unterbewertete Gesellschaften auf und aktivierten die schlummernden finanziellen Wertpotenziale durch umfassende Neupositionierungen (Restrukturierung, Zerschlagung, neue Aufteilung der Geschäftsfelder, Veräußerung von Teilbereichen usw.). Typisch für diese Phase war ein starker Fremdkapitaleinsatz, der unter anderem der Beeinflussung der Agency-Problematik (Management–Aktionäre bzw. Fremdkapital–Eigenkapital) diente.

Die 1990er Jahre brachten eine Rückbesinnung auf stabilere Finanzstrukturen. Vermehrte Wertorientierung und Shareholder-Value-Ausrichtung ließen den Abbau von Fremdkapital als sinnvoll erscheinen. Die verstärkte Konzentration auf die Kerngeschäfte und Fokussierungsstrategien führten vielerorts zu einer Freisetzung finanzieller Mittel, die eine Schuldenreduktion, später dann aber auch den Rückkauf von Aktien ermöglichte. Eine große Rolle spielten dabei die sich rasch und dramatisch verändernden Rahmenbedingungen, dabei vor allem die Auswirkungen von Globalisierung und informationstechnologischer Revolution. Schließlich setzte in dieser Phase erneut eine Tendenz zu verstärktem Financial Leverage ein, die sich in der folgenden Börsenbaisse bei vielen Gesellschaften rächte. Dies betraf namentlich den Energie-, Technologie- und Informatikbereich.

Lösungsvorschlag Aufgabe 1b)

Unter Due Diligence versteht man die umfassende Analyse eines Unternehmens im Hinblick auf eine Akquisition. Dabei gilt es insbesondere, Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken im Rahmen einer sogenannten SWOT-Analyse sorgfältig zu untersuchen. Neben betriebswirtschaftlichen Aspekten stehen rechtliche, technologische, politische, aber auch soziale Fragen im Vordergrund. Ferner sind sämtliche Unternehmensfunktionen (Beschaffung, Produktion, Absatz, Personal, Finanzen usw.) zu überprüfen.

Die Unternehmensbewertung im engeren Sinne bezweckt eine Quantifizierung des Unternehmenswertes, und zwar auf der Basis verschiedener Bewertungsansätze (DCF-, EVA-, Ertrags- und Substanzwerte usw.) und Blickwinkel (fundamentale Bewertung versus Verwendung externer Vergleichswerte). Je umfassender die Due Diligence erfolgt, umso besser ist die für die Unternehmensbewertung zur Verfügung stehende Informations- und Datenbasis.

Lösungsvorschlag Aufgabe 1c)

Die Führung von Konglomeraten, die unterschiedliche Produkt- und Marktbereiche bearbeiteten und entsprechend divergierende Unternehmenskulturen hatten, erwies sich als schwierig, wenig effizient und häufig konfliktanfällig. Das Diversifikationsargument war insofern zu relativieren, als die rein finanzielle Diversifikation auf der Ebene der Finanzinvestoren durch Bildung diversifizierter Aktienportfolios sinnvoller zu realisieren ist. Die Cash-flow-Diversifikation kann allerdings in bestimmten Fällen bereits auf Unternehmensebene Vorteile bringen. Eines der wenigen Beispiele eines langfristig erfolgreichen Konglomerates ist der US-Konzern GE (General Electric), der in den 1990er Jahren eine beeindruckende Wertsteigerung realisieren konnte, zu Beginn des dritten Jahrtausends allerdings unter Druck kam (vgl. dazu Aufgabe 2 im Denksport zu Abschnitt 12.2).

Lösungsvorschlag Aufgabe 1d)

Einige der wichtigsten Gründe für den ausbleibenden Erfolg von Akquisitionen sind:

- mangelhafte strategische Ausrichtung,
- unzureichende Due Diligence,
- Überschätzen von Synergien,
- überoptimistische Cash-flow-Prognosen,
- Preisexzesse im Rahmen von *biddings* (Auktionen),
- unerkannte Risiken (z. B. Umwelt- und Soziallasten),
- unprofessionelle Integrationsprozesse,
- zu langsame und zu wenig zielgerichtete Eingliederung des Akquisitionsobjektes,
- unüberwindliche Kulturunterschiede.

Aufgabe 2

In der Wirtschaftspresse war zur Milliardenofferte des französischen Pharmakonzerns Sanofi-Aventis an die Adresse des amerikanischen Biotechnologie-Konzerns Genzyme Folgendes zu lesen:

Sanofi hat die amerikanische Genzyme im Visier – Franzosen wollen Biotechfirma für 18 Milliarden Dollar kaufen

Das französische Unternehmen Sanofi-Aventis, der mit einem Umsatz von rund 30 Mrd. € sechstgrößte globale Pharmakonzern, setzt seine Wachstumsstrategie offenbar mit einer Milliardenofferte an den amerikanischen Biotechnologie-Konzern Genzyme fort. Dem Vernehmen nach hat Sanofi, der ab dem Jahr 2013 bis zu einem Drittel des Umsatzes wegen ablaufenden Patentschutzes großer Produkte wegzubrechen droht, den Amerikanern ein Angebot von 69 \$ pro Aktie unterbreitet. Das entspräche einer Gesamtinvestition von rund 18 Mrd. \$. Der potenzielle Übernahmekandidat Genzyme, dessen Aktionärskreis breit gestreut ist – was auch die Möglichkeit einer feindlichen Übernahme eröffnet –, ist für Sanofi insofern interessant, als er über höherpreisige

Nischenprodukte verfügt, die noch längerfristigen Patentschutz genießen.

Sanofi-Aventis verfügt über robuste Polster an liquiden Mitteln und verfolgt eine Akquisitionspolitik, die auch Hersteller von Generika in Schwellenländern einbezieht. Zudem versucht Sanofi-Aventis auf dem amerikanischen Markt sowie in den aufstrebenden Volkswirtschaften stärker Fuß zu fassen. In Letzteren werden zweistellige Zuwachsraten erzielt. Laut verschiedenen Gerüchten soll auch der britische Konzern GlaxoSmith-Kline Interesse an Genzyme bekundet haben; dies könnte den Preis zur Übernahme des Biotechunternehmens wegen dem möglichen Bieterwettkampf in die Höhe treiben.

(NZZ Nr. 178 vom 4. August 2010, S. 23 / rt.)

Offerte an Genzyme – Sanofi fasst einen größeren Fisch ins Auge

Noch ist offen, ob es Sanofi-Aventis gelingen wird, die US-Biotechfirma Genzyme zu akquirieren. Die Preisdifferenz zwischen dem (angeblich) gebotenen und dem (angeblich) geforderten Übernahmepreis beträgt rund 3 Mrd. \$, was auch für einen Pharmakonzern wie Sanofi, der 2009 fast 11 Mrd. \$ Cash generiert hat, nicht wenig ist. Das Kaufmotiv der Franzosen liegt auf der Hand; da Blockbuster wie Plavix (Jahresumsatz 2009: 2,6 Mrd. €) oder Lovenox (3,1 Mrd. €) in Bälde ihren Patentschutz verlieren, ist der Konzern, wie im zweiten Quartal augenfällig wurde, mit rückläufigen Umsätzen konfrontiert. Sanofi versucht das Problem mit Akquisitionen zu lösen und hat bisher den Fokus auf kleinere Zukäufe im Bereich Consumer Health und Impfstoffe gerichtet; für die Aktivitäten wurden im vergangenen Jahr 6,7 Mrd. € aufgewendet, im laufenden 2,3 Mrd. €. Großakquisitionen hat man bisher mit Bedacht vermieden.

Mit dem sich nun abzeichnenden Deal würde Sanofis Kaufstrategie eine nicht unwesentliche Umkrempelung erfahren. Zum einen hat Genzyme

nichts mehr mit Consumer Health oder Vakzinen zu tun, sondern ist ein Hersteller von Medikamenten zur Behandlung rarer genetisch bedingter Krankheiten. Zum anderen würde sich die Transaktion finanziell in neuen Dimension bewegen; genannt wird ein Kaufpreis, der mehr als 21 Mrd. \$ betragen könnte. Da die Gerüchteküche brodelt und die üblichen «Kreise» ihre vertraulichen «Informationen» wie gewohnt gezielt unter die Leute bringen und nebenbei auf die Möglichkeit eines Bieterwettbewerbs hinweisen, muss das Sanofi-Management auf der Hut sein, um nicht in eine kostspielige Falle zu tappen. Im Lager von Genzyme befindet sich immerhin der Investor Carl Icahn, der unlängst in einem Seilziehen mit der Firmenführung als Sieger hervorgegangen ist und jetzt seine Vertrauensleute im Verwaltungsrat hat; diese werden dafür sorgen, dass die Biotechfirma – auch wenn sie im letzten Jahr unter erheblichen Produktionsproblemen litt – nicht zu billig unter den Hammer kommt.

(NZZ Nr. 178 vom 4. August 2010, S. 22 / ai.)

▲ Bsp. Pressekommentare zu einer geplanten Großakquisition im Pharma-/Biotech-Bereich

Welches sind in diesen Pressekommentaren die wesentlichsten M&A-spezifischen Aussagen und Sachverhalte?

Lösungsvorschlag zu Aufgabe 2

Folgende Aussagen bzw. Sachverhalte dieser Pressekommentare können hier besonders erwähnt werden:

1. Konzernstrategie auf Bieterseite
 2. Charakter des Übernahmeangebots
 3. Größe der anvisierten M&A-Transaktion
 4. Beteiligungsstruktur auf Target-Seite und Bedeutung aus M&A-Sicht
 5. Akquisitionspolitik, Finanzierungspotenzial und «Zwang» zu anorganischem Wachstum
 6. Übernahmeinteressenten und möglicher Bieterwettkampf
 7. Realisierbarkeit der Akquisition und Haltung auf Target-Seite
 8. Eigenheiten auf dem M&A-Markt (Gerüchte, taktisches Verhalten usw.)
1. Sanofi-Aventis verfolgt eine wesentlich auf externem, anorganischem Wachstum (durch Akquisitionen) basierende Wachstumsstrategie, unter anderem verbunden mit einer Erweiterung der geografischen Diversifikation. Die bestehende Ausrichtung auf Consumer Health und Vakzine würde offenbar mit dieser Akquisition verlassen, gemäß den Pressekommentaren aus einer gewissen strategischen Zwangskonstellation heraus.
 2. Das Übernahmeangebot scheint freundlichen Charakter zu haben, indem das Angebot in geordneter Weise zunächst an die oberste Führung des Targets, der amerikanischen Genzyme, gerichtet ist. Dabei handelt es sich um eine geplante reine Akquisition, die (wahrscheinlich) in Cash bezahlt würde und nicht im Tausch mit Aktien der Sanofi-Aventis.
 3. Zu Recht ist in den Pressekommentaren von einer Großakquisition die Rede, dies sowohl absolut gesehen als insbesondere auch mit Blick auf die früheren Übernahmen der Sanofi-Aventis. Schließlich könnte diese Übernahme bei einem Zustandekommen auch als kleine Mega-Fusion betrachtet werden (Größenordnung im Bereich von 20 Mrd. \$).
 4. Der Aktionärskreis der amerikanischen Genzyme ist breit gestreut, was der Natur einer echten Publikumsgesellschaft entspricht. Aus M&A-Sicht ist dazu Folgendes zu sagen. Zum einen kann die Bieterseite damit keinen Großaktionär adressieren, und zum andern stellt dies eine durchaus typische Ausgangslage für einen unfreundlichen, d.h. feindlichen Übernahmeversuch dar, falls die oberste Führung auf das Angebot (definitiv) abschlägig reagieren sollte. Mit einem öffentlichen Übernahmeangebot an den gesamten Aktionärskreis kann sich ein Angreifer direkt gegen die oberste Führung des Zielunternehmens stellen. Dazu kommt, dass mit dem Fehlen eines oder mehrerer Großaktionäre die Haltung der obersten Führung auf Target-Seite entscheidendes Gewicht erhält.
 5. Die Akquisitionspolitik der Sanofi-Aventis scheint im Zusammenhang mit dieser geplanten Großübernahme abweichend zu den bisherigen, weniger großen Transaktionen zu liegen (vgl. dazu auch Punkt 1). Neben der Neutralisierung einer gewissen strategischen Schwäche im Bereich des Produktportfolios geht es auch um eine Diversifikation im Produkte-Set und der preissegmentsbezogenen Positionierung. Dies kommt einem gewissen «Zwang» zu anorganischem Wachstum gleich. Was die Finanzie-

rungsseite bzw. Finanzierbarkeit der geplanten Übernahme betrifft, ist in der Pressebeurteilung von einem «robusten Polster an liquiden Mitteln» die Rede, was auf eine entsprechend große «Kriegskasse» der Sanofi-Aventis hinweist.

6. Mit- bzw. Gegenofferten von anderen Bietern (im Pressekommentar ist der britische Konzern GlaxoSmithKline erwähnt) führen über einen Bieterwettbewerb nicht selten zu einem starken Preisdruck nach oben, welcher für Sanofi-Aventis im Extremfall in einem «No-go» resultieren könnte. Aus Sicht der obersten Führung des Targets kann dies je nach Ausgangslage eine komfortable Situation darstellen, zumindest mit Blick auf die von ihr zu vertretenden finanziellen Interessen der Aktionäre.
7. Die Realisierbarkeit der Transaktion erscheint im Zeitpunkt dieser Presseberichte offen und noch mit Unsicherheit behaftet. Unabhängig von der Frage allfälliger Mitbieter ist die Haltung der obersten Führung auf Target-Seite entscheidend. Die offenbar bestehende Preisdifferenz zwischen den Vorstellungen der Bieterseite und jenen auf Target-Seite entspricht üblicher M&A-Praxis, indem der Board einer Zielgesellschaft aus Corporate-Governance-Sicht verpflichtet ist, auf eine optimale Interessenwahrung der Aktionäre hinzuwirken.
8. Die Pressekommentare bringen auch gewisse Eigenheiten des M&A-Marktes zum Ausdruck, der durch verschiedenste qualitative Aspekte geprägt ist. Dahinter stehen die handfesten finanziellen Interessen der beteiligten bzw. tangierten Kreise (Stakeholders), nicht zuletzt diejenigen von auch in Eigeninteresse handelnden Topmanagern und Board-Mitgliedern oder von in M&A-Transaktionen involvierten Investment-Banken. Durch entsprechendes taktisches Verhalten kann sich die eine oder andere Seite handfeste Vorteile verschaffen.

Aufgabe 3

In der Wirtschaftspresse war zur Übernahme des US-Unternehmens Alberto Culver durch den international tätigen Konsumgüterkonzern Unilever im Herbst 2010 Folgendes zu lesen:

Unilever kauft Alberto Culver – Stärkung der Körperpflege-Sparte für 3,7 Mrd. \$

Der niederländisch-britische Konsumgüterkonzern Unilever übernimmt für einen Kaufpreis von 3,7 Mrd. \$ in bar das vor allem auf Haar- und Hautpflegeprodukte spezialisierte US-Unternehmen Alberto Culver Company. Die beiden Firmen teilten am Montag in separaten Communiqués mit, sie hätten hierzu eine definitive Übereinkunft geschlossen. Unilever will für \$37.50 pro Titel alle ausstehenden Alberto-Culver-Aktien erwerben. Laut Alberto Culver entspricht dieser Preis pro Aktie einer Prämie von 33% auf den gewichteten Durchschnittskurs der letzten 12 Monate und einer solchen von 18%, gemessen am früher in diesem Jahr erreichten Allzeithoch. Der Transaktion müssen noch die zuständigen Behörden sowie die Alberto-Culver-Aktionäre zustimmen.

Alberto Culver hat laut Unilever in den zwölf Monaten per Ende Juni mit rund 2700 Mitarbeitern einen Umsatz von fast 1,6 Mrd. \$ und einen Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (Ebitda) von über 250 Mio. \$ erzielt. Zu seinen Marken gehören Tresemmé, VO5, Nexxus, St. Ives und Simple. Unilever wiederum hat im Jahr 2009 einen Umsatz von knapp 40 Mrd. € erwirtschaftet. Analytiker bezeichneten den Übernahmepreis als auf den ersten Blick hoch, doch äußerten sie sich unter Verweis auf die strategische Bedeutung und auf Synergieeffekte gleichwohl zufrieden mit der Transaktion. Die Unilever-Titel legten am Montag an den Börsen von Amsterdam und London um 0,6% bzw. um 1,3% zu.

Die Übernahme macht Unilever laut Firmenangaben zum weltweit führenden Hersteller von Haarspülungen, zur Nummer zwei bei Shampoos und zur Nummer drei bei Haar-Styling-Produkten. Zugleich stärke sie die Stellung des Konzerns in den Vereinigten Staaten, in Kanada, in Großbritannien, in Mexiko und in «Australasia». Alberto Culver ergänzt das bestehende Unilever-Portfolio, zu dem Marken wie Dove, Clear und Sunsilk im Bereich Haarpflege und Pond's und Vaseline bei der Hautpflege gehören.

Der CEO von Unilever, Paul Polman, betonte in einer Stellungnahme die wachsende Bedeutung der Körperpflege-Sparte: Körperpflege sei eine strategische, rasch wachsende Kategorie für Unilever. Ihr Umsatzanteil habe vor zehn Jahren 20% betragen und habe inzwischen dank einem kräftigen organischen Wachstum auf über 30% zugelegt, mit einer starken Position in vielen Schwellenländern. Unilever ist daneben in den Bereichen Nahrungsmittel, Speiseeis/Getränke und Home-Care (Wasch- und Putzmittel usw.) tätig. (...)

Carol Lavin Bernick wiederum, die Chefin von Alberto Culver, begründete die Transaktion damit, dass die Marken ihres Unternehmens weltweit auf allen wichtigen Märkten präsent sein müssten, um ihr volles Potenzial zu entwickeln. Dies sei im Schoße eines größeren Konzerns besser zu erreichen. (...)

(NZZ Nr. 225 vom 28. September 2010, S. 25 / Ht. [Brüssel])

▲ Bsp. Pressekommentar zu einer internationale Übernahme im Körperpflegebereich

Die wichtigsten der in diesem Pressekommentar zur Transaktion und zu den Unternehmen gemachten Aussagen sind kurz zu kommentieren.

Lösungsvorschlag Aufgabe 3

Die Übernahme von Alberto Culver durch Unilever stellt eine bedeutende, für den umsatzseitig 25 Mal größeren Konsumgüterkonzern allerdings noch moderate Transaktion dar. Dabei handelt es sich offensichtlich um eine freundliche, einvernehmlich vereinbarte

Akquisition, die aus Sicht des Target-Managements strategisch auch für die Alberto Culver und damit für deren Aktionäre vorteilhaft ist. Der den Publikumsaktionären angebotene Preis scheint sich mit einer Prämie von 33% auf den gewichteten Durchschnittskurs des letzten Jahres in einer üblichen, für die Aktionäre ausreichend attraktiven Größenordnung zu bewegen. Dafür spricht auch die im Pressekommentar zum Ausdruck kommende Zustimmung der obersten Führung der Alberto Culver. Die mit \$ 37.50 pro Titel vorgesehene Abgeltung der Target-Aktionäre erfolgt in Cash, d.h. in bar. Dies erleichtert die Einschätzung des Angebots, da sich Überlegungen zu Wert und Preis der Unilever-Aktie damit erübrigen.

Der von Analytikern zunächst als hoch bezeichnete Übernahmepreis widerspiegelt für den Konsumgüterbereich tatsächlich vergleichsweise hohe Ebitda- und Umsatz-Multiples. Was die strategische Bedeutung und die erwähnten Synergien betrifft, scheinen diese oft kritisch zu hinterfragenden Sachverhalte im vorliegenden Fall sehr aussichtsreich zu sein. Dies wird auch durch die positive Kursreaktion der Unilever-Aktie unterstrichen, die seitens einer übernehmenden Gesellschaft bei Ankündigung nicht selten negativ ausfällt. Sowohl mit Blick auf das Produktportfolio als auch geografisch stellt die Übernahme eine ideale Abrundung der strategischen Positionierung von Unilever in der Körperpflege-Sparte dar. Vor diesem Hintergrund dürfte die Transaktion trotz des eher hohen Übernahmepreises für die Unilever-Aktionäre langfristig finanziell Wert generierend sein.

Aufgabe 4

- a) Der Konzern Kauf AG will die Target AG übernehmen. Die Akquisition soll in Cash abgewickelt werden. Was ist der wesentliche Unterschied zu einer Abwicklung als Quasi-Fusion? Wie wird der Akquisitionspreis bei der Barübernahme bestimmt?
- b) Wie sieht die in Aufgabe 2a) angesprochene Bewertungsproblematik im Falle einer Quasi-Fusion (z. B. annexionsähnlicher Art) aus?

Lösungsvorschlag Aufgabe 4

- a) Der Unterschied zwischen einer reinen Akquisition und einer Quasi-Fusion besteht darin, dass bei Ersterer finanzielle Mittel zur Begleichung des Akquisitionspreises verwendet werden und bereitzustellen sind. Neben der Finanzierung aus der «Kriegskasse» (liquide Mittel der akquirierenden Gesellschaft) erfordert dies häufig die Aufnahme zusätzlichen Fremdkapitals. Externe Eigenkapitalbeschaffung ist kurzfristig oft kaum durchführbar und zudem auch nicht sonderlich beliebt. Reine Akquisitionen können daher rasch zu finanzieller Anspannung führen.

Die Bestimmung des Akquisitionspreises basiert auf einer ausführlichen Unternehmensbewertung mit umfassender Due Diligence der Target-Gesellschaft. Neben der DCF- bzw. EVA-basierten Unternehmensbewertung werden häufig Market Comparables (vergleichbare Börsenwerte) und Transaktions-Comparables (vergleichbare Akquisitionen) herangezogen. Die eigentliche Preisfixierung resultiert aus den Wertvorstellungen der Käufer- und der Verkäuferseite. Sie hängt auch von den Zahlungskonditionen (z.B. sofortige Cash-Bezahlung versus ratenweise oder gar erfolgsabhängige Zahlungen [sogenannter Earn-out]) und den im Übernahmevertrag definierten Gewährleistungsverpflichtungen der Verkäuferseite ab. Letztere können sich zum Beispiel aus ökologischen Altlasten ergeben.

- b) Zunächst sind die gleichen Überlegungen wie bei einer reinen Akquisition anzustellen. Dazu kommt nun noch die Bewertung der übernehmenden Gesellschaft bzw. ihrer Aktientitel. Die verkaufenden Aktionäre werden jetzt nicht in bar abgegolten, sondern durch Aktien des Akquisiteurs, welche die sogenannte «Akquisitionswährung» darstellen. Zur Bestimmung des Umtauschverhältnisses (Aktien Target AG im Umtausch gegen Aktien Kauf AG) müssen die Unternehmenswerte beider Gesellschaften bzw. ihrer Aktientitel abgeschätzt werden. Dabei ist bei der definitiven Abwicklung häufig eine Neubewertung notwendig.

Ein spezieller Aspekt der Wertfindung ist dabei die Tatsache, dass die bisherigen Target-Aktionäre neu Aktionäre einer Gesellschaft werden, die aus der Geschäftstätigkeit beider Gesellschaften (Kauf AG und Target AG) besteht. Eine allfällige Überbewertung der Target AG zulasten der Aktionäre des Kauf-Konzerns wird insofern gemildert, als diese sich auch auf den Gesamtwert des neuen Gebildes auswirkt und das Austauschverhältnis gegenläufig beeinflusst. Dies mag mit ein Grund dafür sein, dass Firmenübernahmen in Form von Quasi-Fusionen im Nachhinein – aus finanzieller Sicht – tendenziell erfolgreicher beurteilt werden als reine Akquisitionen. Aufgrund der empirischen Untersuchungen ist dies insbesondere dann der Fall, wenn es sich um unfreundliche Übernahmen ohne vorgängige positive Verhandlungen mit dem Management des Targets handelt.

Aufgabe 5

Der auszugsweise wiedergegebene Finanzpresstext zur Fusion von Biogen und Idec im Jahre 2003 soll bezüglich der nachfolgend gestellten Fragen bearbeitet werden.

Großfusion im Biotech-Sektor – Idec und Biogen spannen zusammen

Die Pharmaceutical Corporation mit Sitz in San Diego und die in Cambridge (Massachusetts) domizilierte Biogen Inc. haben einen «Merger of Equals» (1) beschlossen, durch den das drittgrößte Biotech-Unternehmen nach Genentech und Amgen geschaffen wird. Die Anteilseigner der Biogen erhalten für jede Aktie 1,15 Titel der Idec (2), was auf Grund des Schlusskurses vom letzten Freitag (USD 38,97) einem Stückpreis von USD 44,82 und einem Aufpreis von 2,3% entspricht. Der gesamte Transaktionswert beträgt somit USD 6,79 Mrd. Damit handelt es sich um die größte Fusion in dem von einer Konsolidierungswelle erfassten Biotech-Sektor (3), seit Amgen im vergangenen Jahr für USD 10 Mrd. Immunex übernommen hatte. Vor dem offiziellen Börsenhandel am Montag früh zogen die Kurse beider Unternehmen zunächst um rund 4,5% an, fielen später jedoch gegenüber dem Vorwochenschluss um 5,3% (Idec) bzw. 6,1% (Biogen). Die Idec-Aktionäre werden an der neuen Gesellschaft mit 50,5% beteiligt sein. (4)

Ideale Partner

Das kombinierte Unternehmen wird unter Biogen Idec Inc. firmieren und seinen Hauptsitz in Cambridge haben. (5) In einem gemeinsamen Communiqué werden Idec und Biogen als ideale Partner mit weitgehend komplementären Strukturen dar-

gestellt. Beide sind erfolgreich in ihren Gebieten und verfügen je über einen Kassenschlager: Idec über das Krebsmittel Rituxan und Biogen über das MS-Mittel Avonex. (...) Die beiden Unternehmen forschen seit Anfang dieses Jahres gemeinsam auf dem Gebiet der Onkologie. (6)

Nummer drei der Branche

Der Zusammenschluss soll Ende des dritten oder Anfang des vierten Quartals vollzogen werden. Es werden jährliche Kosteneinsparungen von USD 300 Mio. erwartet. (7) Von 2003 bis 2007 wird mit einem jährlichen Umsatzzuwachs von 15% und einem Gewinnwachstum je Aktie von 20% gerechnet. Im vergangenen Jahr wies die 1978 gegründete Biogen einen Umsatz von USD 1,18 Mrd. aus, während die seit 1985 operierende Idec es auf USD 441,7 Mio. Umsatz und USD 159,6 Mio. Gewinn brachte. Zusammen werden die beiden über 1000 Forscher beschäftigen und für R&D mehr als USD 550 Mio. ausgeben. (8) William H. Rastetter, der CEO von Idec, wird den Titel eines Executive Chairman erhalten, während Biogen-Chef James C. Mullen CEO des kombinierten Unternehmens wird. (9)

(NZZ Nr. 143 vom 24. Juni 2003, S. 21 / Cfs. [New York] [Nummerierung eingefügt])

Fragestellungen zu den in den Text eingefügten Nummern:

- (1) Was ist hier mit dem Begriff des «Merger of Equals» gemeint?
- (2) Was bedeutet dieser Aktientausch bezüglich des Zusammenschlusses?
- (3) Wie lassen sich die Fusionsmotive vor dem geschilderten Hintergrund der Biotech-Szene grob charakterisieren?
- (4) Was drückt dieser Beteiligungsanteil im Sinne des vorher Gesagten aus?

- (5) Wie kommt dieses neue Unternehmen unter dem Namen Biogen Idec Inc. zustande?
- (6) Was kann zu diesen die Qualität des Zusammenschlusses betreffenden Informationen gesagt werden?
- (7) Welche Art von Synergien ist hier angesprochen, und was lässt sich zu dieser Einschätzung kritisch festhalten?
- (8) Was kann zu diesem Forschungsbudget grob gesagt werden?
- (9) Wie lässt sich diese personelle Besetzung kommentieren?

Lösungsvorschlag Aufgabe 5

(Die beigefügten Zitate eines Finanzmedienkommentars entstammen folgender Quelle: Justin Pope, Associated Press, 6/24/2003, www.southcasttoday.com/daily/06-03/06-24-03/a14bu076.htm, Abrufdatum: 17.8.2005)

(1) Mit dem «Merger of Equals» wird auf das Kräfteverhältnis der fusionierenden Gesellschaften und die zumindest nach außen kommunizierte Gleichgewichtigkeit ihres Einflusses in der zukünftigen Gesellschaft hingewiesen. «(...) *on a conference call with investors, executives repeatedly called the deal a «merger of equals».*» Aus rechtlicher Sicht entspricht dies dem Gedanken einer sogenannten Kombinationsfusion (aus steuerlichen, rechtlichen und ablauftechnischen Gründen wird aber zumeist ein annexionsartiger Vorgehensweg beschritten).

(2) Bei echten Fusionen und bei Quasi-Fusionen (letztere als Übernahmetransaktion nicht gegen Barentgelt der Aktionäre, sondern gegen Aktientitel) findet ein Aktientausch statt, d.h. die abgegoltenen Firmeneigner werden zu Aktionären der «neuen» Gesellschaft. «*Under the terms of the deal, IDEC will technically acquire Biogen by offering 1,15 IDEC shares for each Biogen share, or \$ 42,50 per share based on Monday's closing price.*» Der genaue Ablauf der Abwicklung des Zusammenschlusses (echte Fusion als Annexion – in einem Schritt – oder annexionsartige Quasi-Fusion mit möglicher späterer echter Fusion) ist hier nicht ersichtlich.

(3) Aufgrund der (zu) großen Anzahl von Unternehmen im Biotech-Bereich wird eine weitere Konsolidierung im Sinne vermehrter Zusammenschlüsse erwartet. «*There has to be some consolidation in the industry at some point,*» Harp [Finanzanalyst der Deutschen Bank] *said. «It's uneconomic to have 350 public firms in the sector.»* Wettbewerber, die in der obersten Liga eines Wirtschaftssektors mitspielen wollen, sind bei generellen Fusions- und Wachstumstrends gezwungen, mitzuziehen. Dazu kommt, dass Topmanager großer Konzerne manchmal (auch) eigene Ziele wie *empire building* bzw. die persönlichen Vorteile daraus verfolgen oder sich vorherrschenden Strömungen im Sinne des «Herdentriebs» anschließen. Besondere Probleme können die Finanzierung der Forschungs-Pipeline solcher Firmen und die erfolgreiche Realisierung neuer Produkte verursachen, was einen Zwang zu einer gewissen Unternehmensgröße begründet. «*The combined company would expect \$ 1,9 billion in pro forma revenues this year and says it hopes to have five approved drugs by 2005 and more than 10 others in clinical trials.*»

(4) Dieser Beteiligungsanteil ist Ausdruck des «Merger of Equals» (vgl. Punkt 1). In diesem Sinne wurde gemäß den Presseinformationen auch beschlossen, dass sich der neue Board je hälftig aus den Board-Mitgliedern der bisherigen Gesellschaften zusammensetzen sollte.

(5) Im Zuge einer echten Fusion in Form der Annexionsvariante verschwindet die eine Gesellschaft und die annektierende Gesellschaft ändert ihren Namen. Im Fall einer annexionsähnlichen Quasi-Fusion bleibt die übernommene Gesellschaft rechtlich bestehen, und die übernehmende Gesellschaft nimmt die bereits erwähnte Namensänderung vor.

(6) Das neue Unternehmen wird von produkt- oder marktseitigen Synergien, allenfalls auch von einem gewissen Risiko- und operativen Cash-flow-Ausgleich, profitieren können. *«The \$6,4 billion all-stock deal is designed to create a powerhouse benefiting from the combination of short-term growth prospects at smaller, San Diego-based IDEC, whose main product is the cancer drug Rituxan, and Cambridge-based Biogen's research and development expertise and global reach.»* Die bereits bestehende Forschungsk Kooperation stellte schon eine auf vertraglicher Basis aufgebaute engere Zusammenarbeit dar. Die Chance auf einen guten Fusionsprozess dürfte durch die bereits bestehenden Kooperationserfahrungen erhöht werden. *«We will prove that one plus one is more than two and it won't take years to get the financial benefits to appear,» said Biogen chief financial officer Peter Kellogg.»*

(7) Es handelt sich hier um kostenseitige Synergien. Wie andere Synergiepotenziale auch wird deren Umfang und Nutzen häufig überschätzt.

(8) Dieses Forschungsbudget ist – zum Beispiel gemessen am Umsatz des neuen Unternehmens – beträchtlich. Erweiterte Möglichkeiten der Forschung und Synergien in diesem Bereich sind ein wesentlicher Treiber der Fusionsprozesse im Biotech-Sektor. *«These two players as stand-alones can be major mid-cap contenders, but in order to penetrate the upper stratosphere, where Amgen and Genentech currently breathe, both of these companies needed more critical mass, they needed more R&D horsepower,» said Jennifer Chao, a biotechnology analyst at RBC Capital Markets.»*

(9) Diese personelle Besetzung scheint Ausdruck des «Merger of Equals» zu sein. Entscheidend wird dabei die zwischen den beiden bisherigen CEOs spielende persönliche «Chemie» sein. Die Funktion des «Executive Chairman» ist nicht abschließend klar; es dürfte sich um den Chairman des Board (of Directors), d.h. das Präsidium des Verwaltungsrates des neuen Unternehmens handeln, wobei damit Exekutivfunktionen im Sinne der direkten Mitwirkung in der obersten Führung verbunden sind.

Kurzfragen und Antworten zum Abschnitt 12.2

Kurzfragen

1. Was für eine Art von Obergesellschaft (insbesondere auch aus steuerlicher Sicht) stellt die Muttergesellschaft heute in vielen großen Konzernen dar? Welche konkreten Überlegungen stehen dahinter?
2. Weshalb ist eine Konzernbilanz nicht eine «reine Addition» der Bilanzen der einzelnen Konzerngesellschaften?
3. Aus welchem Grund sind die jährlich vorzunehmenden Impairment-Tests für die Goodwill-Positionen in Konzernbilanzen problematisch?
4. Weshalb werden Konzerngesellschaften nicht nur mittels konzerninternem Eigenkapital (Beteiligungen) finanziert, sondern auch durch konzerninterne Darlehen?

5. Konzern K besteht aus einer Holding-Gesellschaft (Eigenkapitalquote 70%), aus einer 100-prozentigen Tochtergesellschaft A (Eigenkapitalquote 48%) sowie einer 100-prozentigen Tochtergesellschaft B (Eigenkapitalquote 52%). Es gibt keine konzerninternen Darlehen, und die Aktiven der Holding umfassen lediglich die Beteiligungen. Wie hoch dürfte die Eigenkapitalquote in der Konzernbilanz etwa ausfallen, wenn eine Kapitalaufrechnungsdifferenz von null unterstellt wird?
6. Wann haftet eine Muttergesellschaft eindeutig für die Verbindlichkeiten einer Tochtergesellschaft?
7. Welche Vorteile zieht das Unternehmen aus einer Kotierung an einer großen Börse wie zum Beispiel der New York Stock Exchange (NYSE)? Welches sind die heute zunehmend ins Feld geführten Nachteile einer Kotierung in den USA?
8. Weshalb sollten die Finanzen von ansonsten dezentral geführten Konzernen stark zentralistisch geführt werden?
9. Welche auf der gesamtwirtschaftlichen Ebene liegenden Einflussgrößen sind bei der Überführung von Konzern-WACC-Werten in WACC-Größen für die einzelnen Gesellschaften in verschiedenen Ländern zu beachten?
10. Welches sind die beiden Betrachtungsebenen zur Bewertung eines Joint Venture im internationalen Bereich aus der Sicht der Joint-Venture-Partner?

Antworten

1. Muttergesellschaften sind sehr häufig reine Holding-Gesellschaften, d.h. sie besitzen keine operativen Aktiven und Passiven. Die Bilanz ist dominiert durch Beteiligungen und konzerninterne Darlehen auf der Aktivseite und durch Eigenkapital auf der Passivseite. Es gibt verschiedene Gründe dafür. Wichtig ist es, alle steuerlichen Vorteile einer Holding auszuschöpfen, d.h. in der Schweiz die Erlangung des auf kantonaler Ebene möglichen Holdingprivilegs (Gesellschaften mit steuerlichem Holding-Status entrichten keine Gewinnsteuern). Die Führung der Beteiligungen in Konzernen möchte man zumeist von operativen Führungsaktivitäten trennen, was die Schaffung reiner Holding-Gesellschaften nahe legt (im Gegensatz zur Stammhausstruktur, wo die Muttergesellschaft auch operative Geschäfte betreibt).
2. Dies ist deshalb nicht der Fall, weil bei der Konsolidierung die nur im Konzern-Innenverhältnis relevanten Positionen und Beziehungen «herausfallen». Beispiele dazu: Eigenkapitalkonsolidierung (Beteiligungen gegen Eigenkapitalien der Tochtergesellschaft), Guthaben und Verbindlichkeiten (konzerninterne Debitoren und Darlehen gegen konzerninterne Kreditoren und Fremdkapitalien), konzerninterne Lieferungen und Dividenden der Konzerngesellschaften an die Konzernmutter.
3. Die jährlich vorzunehmenden Impairment-Tests für die Goodwill-Positionen in Konzernbilanzen sind deshalb problematisch, weil für die dabei vorzunehmenden DCF-Bewertungen breite subjektive Spielräume bestehen. Bei schlechtem Geschäftsgang und einem Wechsel an der Führungsspitze eines Konzerns ist zum Beispiel damit zu rechnen, dass möglichst hohe Goodwill-Abschreibungen getätigt werden.
4. Bei den Tochtergesellschaften entsteht durch die Gewährung von konzerninternen Darlehen steuerlich anrechenbarer Zinsaufwand, was die Steuerlast reduziert.

5. Die Eigenkapitalquote des Konzerns dürfte bei etwa 35% liegen (wenn man annimmt, dass die beiden Tochtergesellschaften gleich groß sind, weisen diese zusammen eine Eigenkapitalquote von 50% auf). Das gesamte Fremdkapital im Konzern macht $30 + 50 + 50 = 130$ aus, das Eigenkapital 70, und das Total der Aktiven 200. 70 Eigenkapital sind 35% von 200.
6. Die Haftung ist dann klar gegeben, wenn die Muttergesellschaft schriftliche Garantien ausgestellt oder Bürgschaftsverpflichtungen übernommen hat.
7. Das Unternehmen profitiert durch eine Kotierung an einer großen Börse von Kapitalkostenvorteilen (weil der Aktienhandel liquider ist) und von besserer Kapitalverfügbarkeit im Fall potenzieller Aktienkapitalerhöhungen. Umgekehrt verursachen die immer strengeren Regulierungen (SEC-Vorschriften, Sarbanes-Oxley Act usw.) und die unter anderem zunehmend durch Sammelklagen «gesegnete» Rechtslandschaft in den USA stark steigende Kosten und sich akzentuierende Risiken, die viele Unternehmen nicht mehr in Kauf nehmen wollen.
8. Die dezentrale Führung von Konzernen macht eine besonders sorgfältige Konzern-Investitions- und -Finanzplanung notwendig, damit die Finanzentwicklung insgesamt nicht aus dem Ruder läuft. Eine zentralistische Finanzführung mit entsprechend gestalteten Informationsflüssen, Genehmigungsverfahren und Zuständigkeiten wirkt diesem Gefahrenmoment entgegen.
9. Es sind dies die nationalen Inflationsraten, allenfalls national verschiedene Realzinssätze, Länderrisiken sowie das Risiko der Geschäftstätigkeit in den entsprechenden Ländern bzw. Gesellschaften (der letztgenannte Punkt ist auch von einzelwirtschaftlichen Aspekten geprägt).
10. Im internationalen Bereich kann ein Joint-Venture-Partner das Joint Venture als Ganzes – in der Währung und mit einem Kapitalkostensatz des Joint-Venture-Landes – bewerten, oder lediglich seinen Anteil aus Sicht seines eigenen Landes (Währung und Kapitalkosten bezogen auf das Heimland).

Denksport

Aufgabe 1

Die Holding der vor sechs Jahren gegründeten Turbo-Gruppe, die ein starkes externes Wachstum erlebt hat, besitzt 10 flüssige Mittel und 90 Beteiligungen an Tochtergesellschaften (alle Werte in Mio. CHF). Das Fremdkapital beträgt 20, das Eigenkapital 80.

Die Tochtergesellschaften weisen insgesamt ein Eigenkapital von 60 auf, und das gesamte Fremdkapital (keine konzerninternen Positionen) beträgt 150. Die flüssigen Mittel der Tochtergesellschaften summieren sich auf 15, die operativen Aktiven auf 195.

Wie sieht aufgrund dieser Angaben die Konzernkapitalstruktur und die Liquidität aus, und was lässt sich bezüglich der Goodwill-Position in der Konzernbilanz aussagen?

Lösungsvorschlag Aufgabe 1

Für die Konzernbilanz der Turbo-Gruppe ergibt sich folgendes Bild (keine konzerninternen Fremdkapitalverrechnungen notwendig):

	Holding	Töchter	Konzern
Liquide Mittel	10	15	25
Operatives Vermögen	0	195	195
Beteiligungen	90	0	–
Goodwill	–	–	30
Total Aktiven	<u>100</u>	<u>210</u>	<u>250</u>
Fremdkapital	20	150	170
Eigenkapital	80	60	80
Total Passiven	<u>100</u>	<u>210</u>	<u>250</u>

Während die Eigenkapitalquote der Holding $80/100 = 80\%$ und diejenige der Töchter insgesamt $60/210 = 28,6\%$ beträgt, weist der Konzern eine Eigenkapitalquote von $80/250 = 32\%$ auf. (Dieser Wert liegt hier Goodwill-bedingt über demjenigen der Töchter.) Bestehen Zweifel an der Werthaltigkeit des Goodwills, so ergibt sich im pessimistischsten Fall (Wert des Goodwills null) eine modifizierte Eigenkapitalquote von $(80 - 30)/(250 - 30) = 50/220 = 22,7\%$. (Dieser Wert liegt jetzt deutlich unter den Eigenkapitalquoten der Holding [80%] und derjenigen der Töchter [28,6%], was einem häufig zu beobachtenden Muster entspricht.) Die Liquidität ist mit 10% am Total der Aktiven erheblich, aber für ein externes Wachstum praktizierendes Unternehmen nicht übermäßig hoch.

Bei guter Entwicklung der Turbo-Gruppe und nur durchschnittlichem Business Risk kann die Konzern-Kapitalstruktur noch als ausreichend bezeichnet werden; im Falle erhöhter Risiken (z.B. Pharma-Branche) wäre eine höhere Eigenkapitalquote (etwa von 50% und mehr) zu fordern. Der Goodwill-Anteil am Konzern-Eigenkapital ist mit 37,5% erheblich, aber nicht ungewöhnlich, und er resultiert hier offensichtlich aus den für das externe Wachstum getätigten Akquisitionen.

Aufgabe 2

Der nachstehende Text aus einer Medienmitteilung der Hügli Holding AG (vgl. Bsp.), der Muttergesellschaft einer Schweizer Firmengruppe für die Entwicklung und Herstellung von Trockenmischprodukten, gab den 2009 vollzogenen Wechsel der Rechnungslegung von Hügli nach IFRS zum Standard nach Swiss GAAP FER bekannt. Ausgehend von diesem Text sind die nachfolgend formulierten Fragestellungen zu behandeln:

Hügli (...) wechselt ins SIX Swiss Exchange Local Caps Segment (Domestic Standard) und wendet per Geschäftsjahr 2009 neu den Rechnungslegungsstandard Swiss GAAP FER an

Medienmitteilung vom 24. Juli 2009

Hügli hat beschlossen, vom Rechnungslegungsstandard IFRS (International Financial Reporting Standards) zu Swiss GAAP FER (Schweizerische Fachempfehlungen zur Rechnungslegung) zu wechseln. Beiden Rechnungslegungsstandards liegt dasselbe Rahmenkonzept zugrunde und die Konzernrechnung der Hügli Gruppe wird weiterhin nach dem «true and fair view»-Prinzip publiziert. Der Wechsel soll möglichst wenige Änderungen in der Rechnungslegung nach sich ziehen. Entsprechend werden grundsätzlich alle wesentlichen Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden sowie Offenlegungen unverändert weitergeführt, sofern diese mit Swiss GAAP FER vereinbar sind. Die wesentlichste Anpassung, welche der neue Standard fordert, ist die Behandlung von Goodwill und immateriellen Anlagen, welche im Zusammenhang mit Akquisitionen erworben wurden. Swiss GAAP FER fordert dabei entweder die Abschreibung von Goodwill in der Regel über 5 Jahre oder die direkte Verrechnung mit dem Eigenkapital im Zeitpunkt des Erwerbs. Im Sinne einer möglichst guten Vergleichbarkeit des Erfolgsausweises des Konzerns wird Hügli die rückwirkende Verrechnung des Goodwills mit dem Eigenkapital wählen, bei gleichzeitiger Offenlegung aller Angaben einer theoretischen Aktivierung im Anhang (Anschaffungswert, Restwert, Amortisation sowie eine allfällige Wertbeeinträchtigung). Somit bleiben alle Grundlageninformationen weiterhin erhalten. Diese Umstellung auf Swiss GAAP FER per Geschäftsjahr 2009 führt zu einer voraussichtlichen Abnahme der Eigenkapitalquote von rund 6%-Punkten sowie zu einer leichten Erhöhung des Konzerngewinns um ca. CHF 0,6 Mio. Somit sollte sich die per 31.12.2008 ausgewiesene Eigenmittelquote von 41,4% (IFRS) dank der guten operativen

Ertragslage auch nach der Abnahme aufgrund des Umstellungseffektes per Ende 2009 wieder im Bereich von soliden 40% (Swiss GAAP FER) bewegen. Da es sich bei dieser Umstellung der Rechnungslegung lediglich um ein sogenanntes «non-cash item» handelt, bleiben alle betrieblichen Cashflows unbeeinflusst.

Der Grund für die Umstellung auf Swiss GAAP FER liegt im zunehmenden Regelungsumfang von IFRS, welcher sich weniger an zentralen Grundsätzen der Rechnungslegung und einer echten, auch intuitiv verständlichen Transparenz orientiert als an formalen, komplexen Detailregelungen. Diese Entwicklung dürfte sich bis zur voraussichtlichen Ablösung der US GAAP im Jahre 2014 weiter verschärfen. Zudem führen die detaillierten Offenlegungsvorschriften vermehrt auch zur Bekanntgabe von Geschäftsgeheimnissen, was die Wettbewerbsfähigkeit von kleineren und mittleren Unternehmen negativ beeinflussen kann. Solche Informationen führen bei den Ansprechgruppen der Investoren, Analysten, Kreditgeber sowie der Öffentlichkeit meist nicht zu einem besseren Verständnis der Finanz- und Ertragslage, können aber Konkurrenten, welche nicht denselben Offenlegungspflichten unterliegen, einen Informationsvorsprung verschaffen und die eigene Rentabilität reduzieren. Der Entscheid wurde nach sorgfältigen Gesprächen mit Fachexperten gefällt. Dabei wurde festgestellt, dass IFRS weder dem Management noch den Ansprechgruppen einen namhaften Mehrwert bringt, jedoch laufend höhere Kosten verursacht, und somit die Vorteile eines Wechsels zu Swiss GAAP FER klar überwiegen. (...)

(www.huegli.com/bausteine.net/file/showfile.aspx?downdaid=7470&sp=D&domid=1038&fd=2,
Abrufdatum: 20.8.2010)

▲ Bsp. Medienmitteilung des Schweizer Nahrungsmittelherstellers Hügli zur finanziellen Rechnungslegung

1. Welche Überlegung steht hinter der Aussage, dass der Wechsel möglichst wenige Änderungen in der Rechnungslegung nach sich ziehen soll?
2. Wovon hängt die konkrete Bedeutung des Goodwill-Accounting bezogen auf ein bestimmtes Unternehmen primär ab?
3. Was lässt sich als Argument für eine nach Swiss GAAP FER mögliche Abschreibung (Amortisation) des Goodwills in der Regel über 5 Jahre, was als Vorteil der direkten Verrechnung mit dem Eigenkapital anführen?
4. Was bringt im Fall der von Hügli gewählten Verrechnung des Goodwills über das Eigenkapital die gleichzeitige Offenlegung aller Angaben einer theoretischen Aktivierung desselben im Anhang?
5. Wie sieht der Einfluss des Goodwill-Accounting auf die Eigenkapitalrendite (ROE) im Quervergleich der Handhabung (a) nach IFRS, (b) nach Swiss GAAP FER (Aktivierung und periodische Amortisation) und (c) nach Swiss GAAP FER (direkte Verrechnung mit dem Eigenkapital) aus?
6. Könnte der im vorliegenden Fall vorgenommene Wechsel der Rechnungslegung einen Einfluss auf den Unternehmenswert der Hügli-Gruppe haben?
7. Was ist zu der im zweiten Textabschnitt der Medienmitteilung formulierten massiven Kritik an der Rechnungslegung nach IFRS zu sagen, dies insbesondere mit Blick auf die in Abschnitt 11.3 (namentlich in den Abschnitten 11.3.4 bis 11.3.6) gemachten Ausführungen?

Lösungsvorschlag Aufgabe 2

1. Die Rechnungslegung sollte nicht nur ein wahrheitsgetreues Bild der finanziellen Lage und Entwicklung eines Unternehmens vermitteln, sondern auch dem Grundsatz von Kontinuität und Stetigkeit genügen. Die damit gewährleisteten aussagekräftigen Perioden- und Zeitvergleiche kommen wiederum dem Prinzip der *«true and fair view»* entgegen. Dabei ist allerdings zu sagen, dass bei stark akquisitionsbasiertem Wachstum verpflichteten Konzernen Zeitvergleiche nicht primär durch die Art der Rechnungslegung, sondern durch die sich laufend verändernden Strukturmerkmale eines solchen Unternehmens erschwert werden.
2. Die Bedeutung des Goodwill-Accounting hängt, bezogen auf ein bestimmtes Unternehmen, von der Intensität des externen, auf Akquisitionen basierenden Wachstums ab, aber auch von der mit Blick auf die bezahlten Übernahmepreise gegebenen Werthaltigkeit der einzelnen Firmentransaktionen. Bei primär organisch wachsenden und nur vorsichtig Übernahmen tätigen Konzernen kann das Goodwill-Accounting durchaus untergeordnete Bedeutung haben.
3. Eine periodische Goodwill-Amortisation führt auch bei externem Firmenwachstum zu einer Belastung der Erfolgsrechnung bzw. des Gewinnausweises, so wie dies auch bei innerem, organischem Wachstum der Fall ist. Neben der Angleichung der Erfolgsausweise verschiedener Unternehmen trifft dies insofern auch auf die Bilanzierung zu, als die amortisationsbedingte Abbuchung von Goodwill-Anteilen bei extern wachsenden Konzernen mit der Zeit eine Annäherung an das Bilanzbild organisch wachsender Firmen mit sich bringt.

Eine direkte Verrechnung des Goodwills mit dem Eigenkapital verursacht demgegenüber keine Belastung der Erfolgsrechnung, was auch auf allfällige spätere Stressphasen zutrifft. Bei stärker extern wachsenden Konzernen kommt diese Variante des Goodwill-Accounting mit Blick auf den Reinvermögensausweis einer eigentlichen Worst-Case-Betrachtung gleich. In Extremfällen kann dies dazu führen, dass zwischenzeitlich negative Eigenkapitalnachweise entstehen, was dann einer ökonomisch sinnvollen Bilanzierung zuwiderläuft.

4. Die Offenlegung einer theoretischen Aktivierung des Goodwills im Anhang im Fall der Verrechnung desselben über das Eigenkapital stellt sicher, dass den Adressaten der Rechnungslegung, allen voran den Finanzanalysten, sämtliche Informationen zur Vornahme weiterer Berechnungen und für Kennzahlenvergleiche mit unterschiedlich bilanzierenden Unternehmen zur Verfügung stehen.
5. Das Goodwill-Accounting hat in stärker extern wachsenden Konzernen einen erheblichen Einfluss auf den Gewinn- und Eigenkapitalausweis und damit auch auf die darauf basierende Ermittlung von Eigenkapitalrenditen (ROE). Im Quervergleich der in der Fragestellung genannten Varianten (a), (b) und (c) ergibt sich folgendes Bild:

	(a) IFRS	(b) Swiss GAAP FER (mit Aktivierung)	(c) Swiss GAAP FER (direkte Verrechnung)
Reingewinn	nicht belastet*	periodisch belastet	nicht belastet
Eigenkapital	nicht belastet*	periodisch teilbelastet	sofort voll belastet
ROE	ROE nachhaltig reduziert	ROE sich periodisch verändernd reduziert	ROE nachhaltig nach oben verzerrt
* außer bei Impairments			

Dies zeigt zugleich die grundsätzliche Problematik der Ermittlung und Interpretation von ROE-Werten. Diese sind über Reingewinn und Eigenkapital stark bewertungsabhängig, und zudem findet darin keine Risikoberücksichtigung statt.

6. Entsprechend dem Hinweis in der Medienmitteilung auf das nicht Cash-flow-relevante Goodwill-Accounting wird der innere, fundamentale Unternehmenswert nicht tangiert. Bei nicht konsequent rationaler Informationsverarbeitung durch die Adressaten der Rechnungslegung wäre bei börsenkotierten Unternehmen allerdings ein Einfluss auf die Aktienkursbildung nicht völlig auszuschließen.
7. Wie in Abschnitt 11.3.4 und vor allem 11.3.5 thematisiert, wird die Sinnhaftigkeit einer immer stärker detailbezogenen finanziellen Rechnungslegung nach IFRS oder gar US GAAP heute auch von namhaften Fachleuten hinterfragt. Dies akzentuiert die Bedeutung eines in Abschnitt 11.3.6 thematisierten Value Reporting, welches eine möglichst realistische Widerspiegelung des inneren Unternehmenswerts in der Aktienkursentwicklung bewirken soll.

Kurzfragen und Antworten zum Abschnitt 12.3

Kurzfragen

1. Welche Risiken (bzw. Risikokategorien) sind für das internationale Finanzmanagement von zentraler Bedeutung?
2. Welches sind fünf international besonders wichtige Währungen?
3. Wie ist der Stellenwert der Kaufkraftparitätentheorie (PPP, Purchasing Power Parity Theory) für die Bildung und Entwicklung von Wechselkursen zu sehen?
4. Was ist – ganz einfach und im Grundsatz formuliert – die Ursache dafür, dass deflationäre Phasen negativ auf Unternehmen einwirken oder zumindest einwirken können?
5. Rechtfertigen politische Risiken bei Auslandprojekten einen zusätzlichen Zuschlag auf dem Kapitalkostensatz für die DCF-Bewertung?
6. In welcher Konstellation ist ein (Devisen-)Transferrisiko im Zusammenhang mit einer Auslandsinvestition zumindest teilweise entschärft?
7. Welche beiden Kulturelemente sind bei einer internationalen Fusion von zwei großen Gesellschaften zu beachten?
8. Weshalb kann die konzerninterne Finanzinformation gerade in großen internationalen oder multinationalen Konzernen zum Risikofaktor werden?
9. Welches oberste Gremium hat sich in großen, modern geführten Unternehmen um die Qualität und Funktionstüchtigkeit des Risikomanagements zu kümmern?
10. Inwiefern ist ein Unternehmen bei verstärkter internationaler Ausrichtung einem verstärkten Wettbewerb ausgesetzt?
11. Was ist bei der Verwendung des WACC in einem inter- bzw. multinationalen Konzern zu beachten?

Antworten

1. Vier wichtige finanzwirtschaftliche Risiko- und Gestaltungselemente im internationalen Finanzmanagement sind (1) Währung und Währungsrisiken, (2) Zinsen und Zinsänderungsrisiken, (3) Inflation und Geldwertproblematik sowie (4) Kapitalverkehr und Transferrisiken.
2. Fünf bedeutsame Währungen sind der US-Dollar (USD), der Euro (EUR), das britische Pfund (GBP), der Schweizerfranken (CHF) und der japanische Yen (JPY).
3. Die PPP-Theorie wurde wiederholt massiv kritisiert. Auf lange Sicht – über Zeiträume von mehreren Jahren – gibt sie aber durchaus einen Orientierungspunkt für die Entwicklungsrichtung von Wechselkursen ab.
4. Deflation ist durch gesamtwirtschaftliche Befindlichkeiten begründet (Überkapazitäten, stagnierende Nachfrage usw.), die dem Geschäftserfolg eines Unternehmens abträglich sind.

5. Politische Risiken – etwa eine mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit zu befürchtende generelle Enteignung von Auslandvermögen – sollten primär im Cash-flow-Szenario bzw. in den Cash-flow-Szenarien berücksichtigt werden. Eine Erhöhung des Kapitalkostensatzes wäre dann berechtigt, wenn durch das politische Risiko (aus der Sicht des investierenden Unternehmens) zusätzliche nichtdiversifizierbare Risiken (im Sinne von zusätzlicher, nichtdiversifizierbarer Rückflussvolatilität) entstehen.
6. Dies ist dann der Fall, wenn im Auslandprojekt laufendes Wachstum vorgesehen ist, das durch die Projektrückflüsse (im Sinne von Innenfinanzierung) finanziert wird.
7. Zum einen geht es um die unterschiedlichen Firmenkulturen, zum anderen um die nationalen bzw. regionalen Kulturunterschiede.
8. In geografisch global diversifizierten Konzernen besteht die Gefahr, dass unzureichende oder sogar bewusst falsche Finanzinformationen aus den Konzerngesellschaften an die Konzernspitze fließen. Damit verbundene, das Unternehmen schädigende Handlungen, nicht selten sogar krimineller Art, können den gesamten Konzern in Schieflage führen.
9. Die Gewährleistung von Qualität und Funktionstüchtigkeit des Risikomanagements in großen Unternehmen bzw. Konzernen ist auf oberster Ebene Sache des Audit Committee.
10. Eine verstärkte internationale Ausrichtung bedeutet oft den Eintritt in größere, internationale Märkte, was ein raueres Wettbewerbsklima mit sich bringen kann.
11. Der kapitalmarkttheoretisch herleitbare WACC für das Land (bzw. den Konzern als Ganzes) der Börsenkotierung der Aktie (auch Hauptsitzland) ist eine globale, für den Gesamtkonzern zutreffende Größe. Zur Verwendung in konkreten DCF-Bewertungen und Entscheidungssituationen muss der Konzern-WACC auf einzelne länderspezifische WACC-Größen «heruntergebrochen» werden.

Denksport

Aufgabe 1

Der Finanzchef der in München domizilierten Sport AG hat über die Platzierung einer Obligationenanleihe von EUR 400 Mio. zu entscheiden. Bei einer Emission in Deutschland (in EUR) rechnet er mit einem Zinscoupon von 6%, bei einer Emission in der Schweiz (in CHF) mit einem solchen von 4,5%. Aufgrund der massiven Zinsdifferenz entscheidet er sich für eine Platzierung auf dem Schweizer Markt.

Welche Überlegungen lassen sich zur Entscheidung des CFO der Sport AG anstellen, und wie könnten weiterführende Argumente aussehen?

Lösungsvorschlag Aufgabe 1

Der tiefere Zinscoupon auf dem CHF-Kapitalmarkt von 4,5% gegenüber 6% einer in EUR denominierten Anleihe ist markant und die Reaktion des Finanzchefs verständlich.

Unter der Annahme, dass die operativen Cash-flows der Sport AG zukünftig in EUR anfallen und dass keine zusätzlichen Swap-Geschäfte abgeschlossen werden, ist aber die Vorteilhaftigkeit der CHF-Emission nicht sicher. Die in dieser Währung zu bedienende Anleihe kann bei steigendem EUR/CHF-Devisenkurs dazu führen, dass der CHF-Zinsvorteil durch die Währungsentwicklung kompensiert, im negativen Fall sogar überkompensiert wird. Interessant wäre die Überprüfung der Attraktivität einer CHF-Emission anhand der im Emissionszeitpunkt herrschenden Swap-Sätze.

Aufgabe 2

Das Nominalzinsniveau eines Landes setzt sich aus einem Realzinsanteil und einem Inflationsanteil (erwartete Geldwertabnahme) zusammen. Anhaltende Zinsdifferenzen auf den Kapitalmärkten zwischen verschiedenen Ländern (Währungen) lassen sich daher auf divergierende Realzinsen, vor allem aber auf unterschiedliche Inflationserwartungen zurückführen.¹

Die internationalen Zinsdifferenzen determinieren die sich aus bestimmten Devisenkassakursen ergebenden Devisenterminkurse. Diese ihrerseits werden manchmal als *predictors* für die zukünftig zu erwartenden Devisenkassakurse betrachtet.

Und schließlich werden auf sehr lange Sicht die Inflationsdifferenzen zweier Länder (Währungen) zur Erklärung der Devisenkursentwicklung verwendet.

Wie kann man die vier Elemente erwarteter Devisenkassakurs, Devisenterminkurs, Inflationsdifferenz und Zinsdifferenz sinnvoll in einen Gesamtzusammenhang bringen (z. B. mit einer kleinen Grafik)?

Lösungsvorschlag Aufgabe 2

Die vier Elemente Devisenkassakurs, heutiger Devisenterminkurs, Inflationsdifferenz und Zinsdifferenz lassen sich in einen Gesamtzusammenhang bringen, wie er in Abb. 139 auf Seite 788 sowie im Text in Abschnitt 12.3.3 beschrieben ist.

Während die Interest Rate Parity auf effizienten Märkten (Arbitrageprozesse) eine deterministisch gegebene Gesetzmäßigkeit darstellt, ist die Entwicklung zukünftiger Devisenkassakurse (und auch zukünftiger Zinssätze und Zinsdifferenzen) als stochastischer Prozess zu sehen. Die Erklärung der langfristigen Währungsentwicklung über den PPP-Zusammenhang ist ein ganz rudimentärer, teilweise umstrittener Ansatz. Tatsache ist, dass hinter der Währungsentwicklung komplexe, vielschichtige Sachverhalte stehen, die als Ganzes gesehen die ökonomische Gesamtentwicklung eines Landes (bzw. mehrerer Länder) und seiner Währung bestimmen.

¹ Vgl. dazu die Abschnitte 9.1.4 und 9.1.5.