



dandelion.com

© 2008 AGI-Information Management Consultants
May be used for personal purposes only or by
libraries associated to dandelion.com network.

Uwe Stegemann

**Risikoorientiertes Wertmanagement
bei deutschen
börsennotierten Universalbanken**

Verlag Dr. Kovač

Inhaltsverzeichnis

INHALTSÜBERSICHT	V
INHALTSVERZEICHNIS	VII
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	XII
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	XIII
SYMBOLVERZEICHNIS	XVIII
TEIL 1: EINLEITUNG	1
KAPITEL 1: FORSCHUNGSSCHWERPUNKT	1
1.1 <i>Problemstellung</i>	1
1.2 <i>Ziel der Untersuchung</i>	6
KAPITEL 2: VORGEHENSWEISE	8
2.1 <i>Methodischer Ansatz</i>	8
2.2 <i>Inhaltlicher Aufbau der Arbeit</i>	10
TEIL 2: ZUNEHMENDE ORIENTIERUNG DES BANKMANAGEMENTS AM SHAREHOLDER VALUE	12
KAPITEL 3: AUSRICHTUNG DER UNTERNEHMENSFÜHRUNG AM MARKTWERT DES EIGENTÜMERVERMÖGENS	14
3.1 <i>Ökonomische Begründung des Formalziels Eigentümerorientierung</i>	15
3.2 <i>Eigentümerorientierung als Marktwertorientierung</i>	17
3.2.1 <i>Optimierung der Residualzahlungen unter Berücksichtigung der Präferenzen der Eigenkapitalgeber: das Nutzenkonzept</i>	17
3.2.1.1 <i>Entscheidungen bei Sicherheit</i>	17
3.2.1.1.1 <i>Ohne Kapitalmarkt Relevanz subjektiver Zeitpräferenzen</i>	19
3.2.1.1.2 <i>Mit Kapitalmarkt Relevanz des objektiven Marktzinses</i>	20
3.2.1.2 <i>Entscheidungen bei Unsicherheit</i>	22
3.2.1.2.1 <i>Die Nutzenfunktion</i>	24
3.2.1.2.2 <i>Ohne Kapitalmarkt Relevanz subjektiver Sicherheitspräferenzen</i>	27
3.2.1.2.2.1 <i>Bewertung einer einzelnen Handlungsalternative</i>	27
3.2.1.2.2.2 <i>Bewertung von Kombinationen mehrerer Handlungsalternativen</i>	29
3.2.1.2.3 <i>Mit Kapitalmarkt Relevanz objektiver Marktpreise</i>	33
3.2.2 <i>Kompatibilität von Marktwert- und Nutzenmaximierung</i>	35
3.2.2.1 <i>Subjektivität versus Objektivität</i>	36
3.2.2.2 <i>Marktwertkriterium und unvollkommener Kapitalmarkt</i>	37
3.3 <i>Kompatibilität Eigentümerorientierung mit Interessen anderer Parteien</i>	39
3.3.1 <i>Shareholder Value und Kurzfristorientierung</i>	40
3.3.2 <i>Shareholder Value und Stakeholder Value</i>	42
3.3.2.1 <i>Shareholder Value und Interessen anderer Anspruchsgruppen im allgemeinen</i>	43
3.3.2.2 <i>Shareholder Value und Mitarbeiterinteressen</i>	46
3.3.2.3 <i>Shareholder Value und die Stabilität des Bankensystems</i>	47
KAPITEL 4: ZUNEHMENDE BEDEUTUNG DER EIGENTÜMERORIENTIERUNG DEUTSCHER BÖRSENNOTIERTER BANKEN	49
4.1 <i>Traditionell geringer Performancedruck für deutsche Aktienbanken</i>	54
4.1.1 <i>Interne Mechanismen</i>	54
4.1.2 <i>Externe Mechanismen</i>	58
4.1.2.1 <i>Aktienmarkt</i>	58
4.1.2.2 <i>Bankleistungsmärkte</i>	68

4.1.2.3 Rechtsordnung	73
4.1.2.4 Öffentliche Meinung	73
4.2 Wertsteigerungsbedarf deutscher Aktienbanken	74
4.2.1 Rendite für Bankaktionäre in Deutschland	76
4.2.2 Marktwert und Nettosubstanzwert deutscher Aktienbanken	77
4.2.3 Marktbewertung und fundamentale wirtschaftliche Situation	77
4.3 Veränderungen der Corporate Governance deutscher Aktienbanken	78
4.3.1 Shareholder-Value-Orientierung international	78
4.3.2 Shareholder-Value-Orientierung für Banken in Deutschland	80
4.3.2.1 Shareholder-Value-Orientierung interner Mechanismen	83
4.3.2.2 Shareholder-Value-Orientierung externer Mechanismen	87
4.3.2.2.1 Aktienmarkt	87
4.3.2.2.2 Bankleistungsmärkte	91
4.3.2.2.3 Rechtsordnung	95
4.3.2.2.4 Öffentliche Meinung	95
ZUSAMMENFASSUNG TEIL 2	96

TEIL 3: GEGENWÄRTIGE UMSETZUNG DES SHAREHOLDER VALUE ALS KONZEPT ZUR STRATEGISCHEN GESAMTBANKSTEUERUNG

KAPITEL 5: GRUNDLAGEN DES SHAREHOLDER-VALUE-KONZEPTS	104
5.1 Strategische Fundierung des Shareholder-Value-Konzepts	104
5.2 Kapitalmarkttheoretische Fundierung des Shareholder-Value-Konzepts	108
5.2.1 Unternehmenswert und Investitionsentscheidungen	109
5.2.2 Unternehmenswert und Finanzierung	112
5.2.2.1 Irrelevanz im Modigliani/Miller-Fall	112
5.2.2.2 Der Einfluß von Steuern	115
5.2.2.3 Der Einfluß von Insolvenzkosten	116
5.2.2.4 Der Einfluß von Agency-Kosten	118
5.2.2.4.1 Das Risikopräferenzproblem des Managements und anderer undiversifizierter Stakeholder	118
5.2.2.4.2 Anreize zu suboptimaler Investitionspolitik bei anteiliger Fremdfinanzierung	119
5.2.2.5 Der Einfluß von Transaktionskosten	122
5.2.2.6 Der Einfluß von Informationsasymmetrien	123
5.2.3 Unternehmenswert und Ausschüttungsentscheidungen	124
5.2.3.1 Irrelevanz im Modigliani/Miller-Fall	124
5.2.3.2 Der Einfluß von Steuern, Transaktionskosten, Signal- und Anreizeffekten	126
5.3 Entwicklung des Shareholder-Value-Konzepts zur operativen Unternehmensführung	128
5.3.1 Mängel traditioneller Erfolgsmessung	129
5.3.2 Entwicklung kapitalmarktorientierter Erfolgsmaßstäbe	131
KAPITEL 6: WERTBEEINFLUSSENDE BESONDERHEITEN DES BANKGESCHÄFTS	135
6.1 Deutsche Banken als Universalbanken mit unterschiedlichen Geschäftsfeldern	135
6.2 Besonderheiten der Bankleistungen	137
6.2.1 Immaterialität und Abstraktheit	137
6.2.2 Leistungsinterdependenzen	138
6.2.3 Erhebliche potentielle Wertbeiträge der Finanzierung	138
6.3 Risikomanagement als Kerngeschäft der Banken	140
6.3.1 Risikomanagement als zukünftige Existenzberechtigung von Banken	140
6.3.2 Definition Risiko und Risikomanagement	144
6.3.3 Systematisierung bankbetrieblicher Risiken	147
6.3.3.1 Risiken im geschäftspolitischen Bereich	148
6.3.3.2 Risiken im internen Leistungsbereich	148
6.3.3.3 Risiken im externen Leistungsbereich	150
6.3.3.3.1 Liquiditätsrisiken	150
6.3.3.3.2 Erfolgsrisiken	151
6.3.3.3.2.1 Markt Risiken	151
6.3.3.3.2.2 Kreditrisiken	155
6.3.4 Erforderliche Kernfähigkeiten deutscher Universalbanken	156
6.4 Erhebliche Bedeutung des klassischen Kreditgeschäfts	159
6.5 Begrenzte Risikotragfähigkeit der deutschen Universalbanken	162
6.5.1 Bilanzielles Eigenkapital nach HGB und IAS	163
6.5.1.1 Die Definition des Handelsgesetzbuches (HGB)	164
6.5.1.2 Die Definition der International Accounting Standards (IAS)	165

6.5.2 Aufsichtsrechtliches Eigenkapital bzw. Eigenmittel	168
6.5.3 Ökonomisches Eigenkapital, Nettosubstanzwert, Liquidationswert	170
6.5.4 Shareholder Value und Börsenwert der Bank	172
KAPITEL 7: ALTERNATIVE SHAREHOLDER-VALUE-KONZEPTE IN BANKEN	173
7.1 <i>Um aktienbezogene Kennzahlen und Multiplikatoren erweitertes ROE/ROI-Schema</i>	173
7.1.1 Die Kennzahlenhierarchie des erweiterten ROE/ROI-Schemas	173
7.1.2 Kritische Würdigung	175
7.2 <i>Discounted-Cash-flow-(DCF)-Ansätze</i>	176
7.2.1 Gegenüberstellung der wesentlichen DCF-Methoden	177
7.2.1.1 Die Entity-Methode	177
7.2.1.2 Die Adjusted-Present-Value-Methode (APV-Methode)	181
7.2.1.3 Die Equity-Methode	182
7.2.1.4 Relative Vorteilhaftigkeit alternativer DCF-Methoden	182
7.2.2 Die Equity-Methode zur wertorientierten Steuerung von Banken	186
7.2.2.1 Bestimmung des freien Cash-flows an die Bankaktionäre	187
7.2.2.1.1 Cash-flow auf Gesamtbankebene	187
7.2.2.1.2 Bestimmung geschäftsfeldspezifischer Cash-flows	189
7.2.2.1.3 Prognosezeitraum und Prognoseverfahren	193
7.2.2.2 Bestimmung der Eigenkapitalkosten	195
7.2.2.2.1 Eigenkapitalkosten auf Gesamtbankebene	196
7.2.2.2.1.1 Traditionelle Ansätze	196
7.2.2.2.1.2 Kapitalmarkttheoretische Ansätze	199
7.2.2.2.1.2.1 Das Capital Asset Pricing Model (CAPM)	200
7.2.2.2.1.2.2 Die Arbitrage Pricing Theory (APT)	216
7.2.2.2.2 Eigenkapitalkosten auf Geschäftsfeldebene	221
7.2.2.2.2.1 Die theoretischen Zusammenhänge zwischen Geschäftsrisiko, Kapitalstruktur und Kapitalkosten	222
7.2.2.2.2.2 Analogieansätze	226
7.2.2.2.2.3 Analyseansätze	227
7.2.2.2.2.4 Kapitalkosten auf Basis regulatorischer Eigenkapitalanforderungen	229
7.2.2.3 Bestimmung des Restwertes	230
7.2.2.4 Wert des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens	233
7.2.3 Zusammenfassende Bewertung	233
7.3 <i>Optionspreisverfahren zur Berücksichtigung von Flexibilität</i>	236
7.3.1 Wesen von Optionen	237
7.3.1.1 Vorteile von Realloptions-Ansätzen gegenüber DCF-Ansätzen	239
7.3.1.2 Die Bewertung von Realloptionen	242
7.3.1.3 Die strategische Dimension von Realloptionen	244
7.3.2 Zusammenfassende Bewertung	245
7.4 <i>Der Economic Value Added (EVA[®]) von Stern Stewart & Co. als ein Beispiel zur Periodisierung der Wertsteigerung</i>	246
7.4.1 Grundsätzliches Verfahren	246
7.4.2 Zusammenfassende Bewertung	250
ZUSAMMENFASSUNG TEIL 3	252

TEIL 4: KRITISCHE WÜRDIGUNG DER BISHERIGEN SHAREHOLDER-VALUE-ANSÄTZE VOR DEM HINTERGRUND DER WERTBESTIMMENDEN BESONDERHEITEN VON BANKEN

KAPITEL 8: BEURTEILUNG DER VORLIEGENDEN SHAREHOLDER-VALUE-ANSÄTZE FÜR BANKEN ANHAND DES PENTAGON-KONZEPTES WERTORIENTIERTER UNTERNEHMENSFÜHRUNG	259
8.1 <i>Gegenwärtiger Börsenwert versus gegenwärtiger innerer Wert</i>	260
8.1.1 Normative Handlungsempfehlungen des Shareholder-Value-Ansatzes	260
8.1.2 Verbindung zwischen Kapitalkosten und ökonomischer Situation der Bank	262
8.2 <i>Gegenwärtiger innerer Wert versus potentieller Wert nach interner Optimierung am Beispiel des klassischen Bankkreditgeschäfts</i>	266
8.2.1 Bewertung der kreditrisikorelevanten Bankgeschäfte	268
8.2.1.1 Regulatorische Bewertung kreditrisikobehafteter Positionen	270
8.2.1.2 Marktorientierte Bewertung kreditrisikobehafteter Positionen	274
8.2.1.2.1 Konzeptionellen Grundlagen der optionspreistheoretischen Kreditbewertung als Beispiel für Marktbewertungsverfahren	275
8.2.1.2.2 Kritische Würdigung	281
8.2.1.3 Entscheidungstheoretische Bewertung kreditrisikobehafteter Positionen	292

8.2.1.3.1 Risikoquantifizierung auf Einzelkreditenebene.....	293
8.2.1.3.1.1 Risikoquantifizierung auf Einzelkreditnehmerebene durch Ratingagenturen.....	294
8.2.1.3.1.2 Risikoquantifizierung auf Einzelkreditnehmerebene durch die Bank.....	296
8.2.1.3.2 Risikoquantifizierung auf Portfolioebene.....	303
8.2.2 Steuerung relevanter Bankgeschäfte.....	304
8.2.2.1 Portfoliostrukturierung.....	304
8.2.2.2 Kreditpricing.....	306
8.2.3 Ökonomische Erfolgsbeurteilung.....	310
8.3 Potentieller Wert nach Geschäftsportfolio-Optimierung.....	313
8.3.1 Zuordnung der Kapitalkosten auf verschiedene Geschäftsfelder.....	314
8.3.2 Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen in Abhängigkeit von der Ausprägung der Kernkompetenz.....	315
8.3.3 Dimensionierung der Geschäftsfelder unklar.....	317
8.4 Potentieller Wert nach Optimierung der Kapitalstruktur.....	319
KAPITEL 9: ANFORDERUNGEN AN EIN RISIKOORIENTIERTES WERTMANAGEMENT BEI DEUTSCHEN UNIVERSALBANKEN.....	322
9.1 Risikoorientierte Bestimmung des inneren Werts: Der Zusammenhang zwischen Risiko und Performance aus Sicht der Aktionäre und der Bank.....	323
9.2 Risikoorientierte, interne Geschäftsfeldoptimierung.....	324
9.3 Risikoorientierte Optimierung des Geschäftsfeldportfolios.....	324
9.4 Risikoorientierte Optimierung der Kapitalstruktur.....	325
ZUSAMMENFASSUNG TEIL 4.....	326

TEIL 5: ANSÄTZE ZUR INTEGRATION WERTBEEINFLUSSENDER BANKBESONDERHEITEN IM RISIKOORIENTIERTEN WERTMANAGEMENT..... 331

KAPITEL 10: ANSÄTZE EINER POSITIVEN THEORIE DES RISIKOMANAGEMENTS IM RAHMEN EINES RISIKOORIENTIERTEN WERTMANAGEMENTS BEI BANKEN.....	332
10.1 Ansätze einer positiven Risikomanagement-Theorie aufgrund von Marktunvollkommenheiten.....	334
10.2 Die Selektion des marktwertmaximalen Risikoportfolios unter expliziter Berücksichtigung der wertbestimmenden Besonderheiten der Banken und der Kritik an den bisherigen Shareholder-Value-Konzepten.....	339
10.2.1 Grundlegende Modellstruktur.....	341
10.2.2 Kernaussagen des Modells.....	344
10.2.2.1 Marktwertmaximales Hedging.....	345
10.2.2.2 Marktwertmaximale Risikoübernahme.....	346
10.2.2.3 Marktwertmaximale Kapitalstruktur.....	352
10.3 Kritische Würdigung.....	353
KAPITEL 11: RISIKOMESSUNG UND RISIKOSTEUERUNG MIT DEM VALUE-AT-RISK-KONZEPT.....	356
11.1 Entwicklung des modernen Risikomanagements.....	356
11.2 Risikomesung mit dem Value-at-Risk-Konzept.....	365
11.2.1 Value at Risk als Risikomaß.....	365
11.2.2 Konzeptionelle Grundlagen der Risikomesung.....	372
11.2.2.1 Bewertung der Risikopositionen und des Einflusses der Risikofaktoren.....	372
11.2.2.1.1 Mark-to-market-Bewertung der Risikopositionen.....	373
11.2.2.1.2 Identifizierung der relevanten Risikofaktoren.....	374
11.2.2.1.3 Die Bestimmung der Volumensgröße der Risikopositionen.....	376
11.2.2.1.4 Linearität und Nicht-Linearität der Bewertungsfunktion.....	377
11.2.2.1.5 Aggregation von Vermögenspositionen und Risikofaktorveränderungen auf Gesamtbankenebene.....	378
11.2.2.2 Ermittlung der Wahrscheinlichkeitsverteilung der Risikofaktorveränderungen und des Value at Risk.....	379
11.2.2.2.1 Analytische Methoden.....	383
11.2.2.2.1.1 Wesentliche statistische Annahmen über die Risikofaktoren: Normalverteilung und konstante Volatilität.....	384
11.2.2.2.1.2 Lineare Zusammenhänge zwischen Risikofaktor- und Risikopositionswertveränderungen: Die Delta-Normal-Methode.....	386
11.2.2.2.1.3 Nicht-lineare Zusammenhänge zwischen Risikofaktor- und Risikopositionswertveränderungen: Die Delta-Gamma-Methode.....	393
11.2.2.2.1.4 Konkrete Bestimmung der Verteilungsparameter der Risikofaktoren.....	398
11.2.2.2.1.4.1 Überprüfung der statistischen Annahmen.....	398

11.2.2.2.1.4.2 Schätzung zeitabhängiger (bedingter) Risikofaktorveränderungen.....	402
11.2.2.2.1.4.3 Verwendung alternativer Verteilungen für Risikofaktorveränderungen.....	412
11.2.2.2.1.5 Kritische Würdigung.....	413
11.2.2.2 Simulationsmethoden.....	415
11.2.2.2.1 Grundlagen der Simulationsmethoden: die Full-Valuation.....	415
11.2.2.2.2 Die strukturierte Monte-Carlo-Simulation.....	416
11.2.2.2.3 Die historische Simulation.....	421
11.2.2.3 Streß-Tests.....	424
11.2.3 Konkrete Risikomessung am Beispiel des Value at Risk für Kreditrisiken.....	426
11.2.3.1 Besonderheiten der Kreditrisikomessung.....	428
11.2.3.2 Value at Risk im Kreditbereich: der Ansatz von CreditPortfolioView.....	429
11.2.3.2.1 Begründung für die Schwerpunktlegung auf CPV.....	430
11.2.3.2.2 Grundlegende Vorgehensweise von CPV.....	431
11.2.3.2.2.1 „Portfolio Selection“: Bestimmung der Risikopositionen in Form unterschiedlicher Kreditportfoliosegmente.....	432
11.2.3.2.2.2 „Simulate Risk Model“: Modellierung zustandsabhängiger Kreditrisiken.....	437
11.2.3.2.2.3 „Risk Capital Calculation“: Generierung der Verteilung möglicher Portfoliowertveränderungen.....	439
11.3 Risikosteuerung mit dem Value-at-Risk-Konzept.....	441
11.3.1 Value at Risk als Managementinformationsinstrument.....	442
11.3.2 Value at Risk als Instrument zur Risikobegrenzung.....	443
11.3.2.1 Risikotragfähigkeitskalkül auf Gesamtbankebene.....	444
11.3.2.2 Risikobegrenzung auf Geschäftsfeldenebene.....	446
11.3.2.3 Transformation des Gesamtbank-Risikolimits über unterschiedliche Risikohorizonte.....	447
11.3.3 Value at Risk als Instrument zur Performancebewertung.....	448
11.3.3.1 Diskussion alternativer risikoadjustierter Performance-Kennzahlen.....	448
11.3.3.2 Anwendung risikoadjustierter Performance-Kennzahlen.....	452
11.4 Kritische Würdigung.....	453
KAPITEL 12: DAS MODIFIZIERTE PENTAGON-KONZEPT ZUM RISIKOORIENTIERTEN WERTMANAGEMENT BEI BANKEN.....	459
12.1 Bestimmung des inneren Werts der Bank: Zusammenhang zwischen Kapitalkosten, Performance und operativem Geschäft.....	460
12.1.1 Kapitalkosten und Gesamtrisiko der Bank.....	460
12.1.2 Gesamtrisiko der Bank und Ist-Performance.....	466
12.2 Risikoorientierte Wertsteigerungsansätze innerhalb der Geschäftsfelder.....	467
12.2.1 Risikoorientiertes Vorteilhaftigkeitskriterium zur Bewertung der Handlungsalternativen.....	469
12.2.2 Managementimplikationen im risikoorientierten Wertmanagement zur Steuerung relevanter Bankgeschäfte innerhalb der Geschäftsfelder.....	473
12.2.2.1 Wertorientierte Strukturierung des Portfoliorisikos im Kreditgeschäft.....	474
12.2.2.1.1 Erhöhung der Liquidität des Kreditgeschäfts.....	475
12.2.2.1.2 Marktwertorientierte Optimierung der Portfoliostruktur.....	482
12.2.2.1.2.1 Reduzierung Größenkonzentrationsrisiken.....	483
12.2.2.1.2.2 Reduzierung Konzentrationsrisiken in Branchen und Regionen.....	484
12.2.2.1.2.3 Auflösung des Konflikts zwischen Kreditvergabekompetenz und Risikotragfähigkeit: Erweiterte Möglichkeiten zur Risikoübernahme und -transformation.....	489
12.2.2.2 Der Marktwertzusammenhang zwischen Pricing und Kreditpositionsgröße.....	491
12.2.3 Kritische Würdigung der Ansätze zum geschäftsfeldinternen, risikoorientierten Wertmanagement.....	494
12.3 Risikoorientierte Geschäftsfeldportfolio-Optimierung und Kapitalallokation.....	497
12.3.1 Selektion Kerngeschäftsrissen mit nachhaltig positivem Wertbeitrag.....	498
12.3.2 Kapitalallokation als wertorientierte Geschäftsfelddimensionierung.....	500
12.3.3 Erhöhung Marktdisziplin bei ausgeprägter Geschäftsfelddiversifikation.....	505
12.3.4 Lösung des „Joint Product Problem“.....	506
12.4 Risikoorientierte Kapitalstruktur-Optimierung.....	507
ZUSAMMENFASSUNG TEIL 5.....	512
TEIL 6: GESAMTZUSAMMENFASSUNG UND KONTROLLE DER FORSCHUNGSZIELE 516	
ANHANG.....	536
LITERATURVERZEICHNIS.....	637