

Geleitwort

Herr Thabe befasst sich in seiner Dissertationsschrift mit der Bewertung von ausfallgefährdeten Fremdkapitaltiteln und damit mit einem zentralen Thema des Finance, das die Bereiche Asset Pricing, Corporate Finance und Banking gleichermaßen betrifft. Er erweitert in seiner Arbeit typische Strukturmodelle, wie sie von Merton (1974), Black/Cox (1976), Leland (1994) und Duffie/Lando (2001) u.a. entwickelt wurden, um den zusätzlichen Insolvenzgrund "Zahlungsunfähigkeit". Die Schwierigkeit besteht dabei, diese Modelle in balancierter und ökonomisch überzeugender Weise um Friktionen zu erweitern. Der Autor wählt hierzu den folgenden Modellrahmen: Zwischen dem im Interesse der Altaktionäre handelnden Management und den neuen Kapitalgebern bestehen Informationsasymmetrien hinsichtlich des wahren Unternehmenswertes. Diese können durch eine Due-Diligence-Maßnahme beseitigt werden, deren Kosten zunächst von den neuen Kapitalgebern zu tragen sind. Ob eine Due Diligence durchgeführt wird, hängt insbesondere von der Höhe der unverzerrten, aber verrauschten Bilanzinformation ab. Zahlungsunfähigkeit tritt ein, wenn das erwartete Ergebnis der Due Diligence unter Berücksichtigung eines sich anschließenden Verhandlungsprozesses über die Emissionskonditionen die von den externen Financiers zu leistenden Zahlungen nicht deckt.

Die Entwicklung dieses einfaktoriellen Strukturmodells, in dem zusätzlich zur Überschuldung die Zahlungsunfähigkeit als eigenständige Insolvenzursache berücksichtigt wird, stellt den wesentlichen theoretischen Beitrag der Dissertationsschrift von Herr Thabe zur Literatur dar. Das von ihm entwickelte neue Modell ist aber auch von hoher praktischer Relevanz, da in der Bundesrepublik ca. 90% der Ausfälle von Aktiengesellschaften auf einer Zahlungsunfähigkeit und nicht auf einer üblicherweise in Strukturmodellen erfassten Überschuldung beruhen. Mit Hilfe seines Modells analysiert der Autor drei große Fragenkreise:

- Welchen Einfluss besitzt die zusätzliche Ausfallursache "Zahlungsunfähigkeit" auf den Wert des verschuldeten Unternehmens, den Wert des Eigenkapitals, den Wert des Fremdkapitals und auf die Höhe der Credit Spreads im Primärmarkt?

- Welchen Einfluss besitzt eine mögliche Zahlungsunfähigkeit auf die Werte der Finanztitel im Sekundärmarkt?
- Welche Konsequenzen besitzt eine mögliche Zahlungsunfähigkeit für die optimale Kapitalstruktur und für die Höhe der Agencykosten?

Mit der Beantwortung dieser drei Fragenkreise leistet die Arbeit von Herrn Thabe einen hervorragenden Beitrag zur Bewertung von Fremdkapitaltiteln, zur optimalen Kapitalstruktur und zur Begründung endogener Agencykosten. Die erzielten Ergebnisse sind teilweise sehr überraschend, lassen sich aber durchgängig mit Hilfe eines einheitlichen Argumentationsmusters begründen. Ich wünsche der Dissertationsschrift von Herrn Thabe eine wohlwollende Aufnahme im Markt der Dissertationsschriften. Sie hat es verdient.

Prof. Dr. Dr. h.c. Wolfgang Bühler