

Merseburger Schriften zur Unternehmensführung

Band 7

Barbara Streit (Hrsg.)

Beiträge zu aktuellen Finanzmarktthemen

- Bondholder vs. Shareholder Value
- Bewertung von kleinen und mittelständischen Unternehmen
- Implizite Volatilitäten von Eurex Optionen

Shaker Verlag
Aachen 2007

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Copyright Shaker Verlag 2007

Alle Rechte, auch das des auszugsweisen Nachdruckes, der auszugsweisen oder vollständigen Wiedergabe, der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen und der Übersetzung, vorbehalten.

Printed in Germany.

ISBN 978-3-8322-5919-8

ISSN 1613-592X

Shaker Verlag GmbH • Postfach 101818 • 52018 Aachen

Telefon: 02407/95 96 - 0 • Telefax: 02407/95 96 - 9

Internet: www.shaker.de • E-Mail: info@shaker.de

Zusammenfassung

Die vorliegende Schrift umfasst drei Beiträge aus dem fachlichen Spektrum der Finanzwirtschaft. Alle drei Arbeiten beschäftigen sich mit Bewertungsfragen und den dahinter stehenden Interessen der Marktteilnehmer.

Deregulierung und Harmonisierung im Bereich der Finanzmärkte haben in den letzten Jahren Voraussetzungen für das Wachstum von Derivate- und Anleihemärkten geschaffen. Der Markt für Unternehmensübernahmen weist hohe Zuwachsraten auf. Damit einher gehen Veränderungen in den Finanzierungsstrukturen der Unternehmen sowie der Einsatz neuer Finanzinstrumente zur Absicherung der im Zuge der Globalisierung steigenden Risiken von Basisinvestments. Für Unternehmen und potentielle Investoren führt dies zu neuen Problemstellungen.

In den vorliegenden Beiträgen sollen aus der Vielzahl der Themen spezifische Aspekte der Anleihefinanzierung, der Unternehmensbewertung und des Derivateinsatzes herausgegriffen werden. Schwerpunkte bilden die Interessen der Anleihegläubiger und damit in Zusammenhang stehende Überlegungen zur Ausgestaltung von Bonds, Untersuchungen zum Fair Value außerbörslich gehandelter Optionen über die retrograde Ermittlung von Volatilitäten sowie die Umsetzung von kapitalmarktorientierten Ansätzen für die Bewertung von kleinen und mittelständischen Unternehmen.

Marco Ciomperlik geht in seiner Arbeit vom schnellen Wachstum des europäischen Marktes für Unternehmensanleihen aus. Mit dem Volumen des Bondmarktes wuchs auch die Gruppe der Gläubiger dieser Anleihen, der Bondholder. Zunehmende Bondausfälle und eine Serie von Ratingdowngrades haben in den letzten Jahren die Interessen dieser Anspruchsgruppe stärker in den Fokus gerückt. Scheinbar führt die Ausrichtung der Unternehmen an den Aktionärsinteressen im Sinne einer konsequenten Shareholder Value Orientierung zu einer Benachteiligung der Bondholder. Ciomperlik beschäftigt sich mit der Analyse und der Bewertung potentieller Konfliktfelder mit dem Ziel, daraus Handlungsmöglichkeiten und -notwendigkeiten sowohl für das Unternehmensmanagement als auch für die Bondholder abzuleiten.

Stephan Edel widmet sich der Bewertung von kleinen und mittelständischen Unternehmen. Die Unternehmensbewertung gehört zu den umstrittensten Themen der Wirtschaftstheorie und Praxis. Mit dem IDW-Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 n. F.) legt das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. hierzu Grundsätze fest. Von Bedeutung für die Anwendung der Neuerungen dieses Standards ist, dass marktinduzierte Prämissen dieses Standards, wie die Anwendung des CAPM mit seinen zugrunde liegenden Annahmen wie hohe Diversifikation und keine oder nur geringe Transaktionskosten für kleine und mittelständische Unternehmen - als

dem in der Praxis dominierende Bewertungsgegenstand - nicht oder nur eingeschränkt gelten. Andererseits sind in dieser Unternehmensgruppe eine Reihe von spezifischen Besonderheiten zu berücksichtigen. Edel diskutiert diese Besonderheiten und versucht daraus Empfehlungen für eine angepasste Vorgehensweise abzuleiten.

Gegenstand der Arbeit von Oliver Spindler ist die Fair Value Bewertung außerbörslich gehandelter Optionen. Die Themenwahl steht in Zusammenhang mit dem rasanten Wachstum der Derivatemärkte. Spindler geht von dem Black & Scholes Modell als wichtigstem Optionspreismodell aus und beleuchtet die Volatilität als wesentlichen Modellbestandteil. Im Rahmen der Systematisierung von Volatilitäten geht er auf die implizite Volatilität ein und weist nach, wie sie durch iterative Berechnung aus dem Black & Scholes Modell abgeleitet werden kann. Implizite und historische Volatilitäten werden hinsichtlich ihrer Prognosegüte und als Mittel zur Verdeutlichung möglicher Kapitalmarkteffizienzen bewertet.