

Barbara Streit (Hrsg.)

Beiträge zu aktuellen Finanzmarktthemen

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

Merseburger Schriften zur Unternehmensführung

Herausgegeben von

Prof. Ulrich Schindler, Fachhochschule Merseburg

Prof. Dr. Wolfgang Söhnchen, Fachhochschule Merseburg

Prof. Dr. Barbara Streit, Fachhochschule Merseburg

Die Schriftenreihe wendet sich an Studierende, Praktiker und Hochschullehrer. Sie bietet ein Forum für theoriegeleitete und praxisorientierte Arbeiten in allen Bereichen der Unternehmensführung.

Merseburger Schriften zur Unternehmensführung
Herausgegeben von Ulrich Schindler, Wolfgang Söhnchen, Barbara Streit

Band 7

Beiträge zu aktuellen Finanzmarktthemen

Barbara Streit (Hrsg.)

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

Beiträge zu aktuellen Finanzmarktthemen

Inhaltsverzeichnis

Vorwort des Herausgebers

Bondholder Value vs. Shareholder Value –Konfliktfelder und Lösungsansätze

Marco Ciomperlik

Seite 5

Aufgaben und Probleme bei der Umsetzung des IDW- Standards 1 n F. „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ bei der Bewertung von kleinen und mittelständischen Unternehmen

Stefan Edel

Seite 109

Implizite Volatilitäten von Eurex Optionen

Oliver Spindler

Seite 191

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

Vorwort

Der Fachbereich Wirtschaftswissenschaften hat im Jahr 2004 begonnen, die ersten Studenten für den neu konzipierten Masterstudiengang „Projektmanagement“ zu immatrikulieren. Inzwischen ist der Studiengang akkreditiert, die ersten Absolventen haben nach erfolgter Verteidigung ihrer Masterthesis ihr Studium abgeschlossen, Zeit also für erste Zwischenbilanzen.

Woran kann man nun den Erfolg eines Studienganges erkennen? Abschlussarbeiten sind sicher ein guter Niveauindikator. Problemstellung, das empirische Untersuchungsfeld, Methodik und Argumentationsniveau sind in erster Linie Messgrößen der jeweiligen persönlichen Leistung; sie zeugen bei den bereits über mehrjährige Berufserfahrung im Finanzbereich verfügenden Autoren von profunden Kenntnissen der theoretischen Zusammenhänge und praxisrelevanter Problemstellungen; darüber hinaus beweisen sie kognitive Problemlösungskompetenz. Sie lassen aber auch Rückschlüsse auf das Niveau des Studienganges zu.

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 einhergehen 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 folgenden 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 Derivatmärkte. 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 Kapitalmarktineffizienzen bewertet.

**Bondholder Value vs. Shareholder Value –
Konfliktfelder und Lösungsansätze**

Marco Ciomperlik

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	8
Tabellenverzeichnis.....	9
Abkürzungsverzeichnis	10
1 Einleitung	12
1.1 Aktualität des Themas.....	12
1.2 Zielsetzung und Aufbau der Arbeit.....	12
2 Fremdfinanzierung durch Corporate Bonds.....	13
2.1 Wesentliche Unterschiede von Eigen- und Fremdkapital.....	13
2.2 Corporate Bonds.....	15
2.2.1 Begriffsabgrenzung und besondere Merkmale	15
2.2.2 Bedeutung des Marktes für europäische Corporate Bonds	18
2.2.3 Risiken der Bondgläubiger.....	20
3 Das Shareholder Value-Konzept.....	23
3.1 Begriffsabgrenzung	23
3.2 Ursprünge des Shareholder Value-Ansatzes	25
3.3 Shareholder Value-Schätzung	26
3.3.1 Discounted Cashflow-Verfahren.....	27
3.3.2 Kapitalkosten.....	28
3.3.3 Residualwert.....	30
3.4 Strategische Anwendung des Shareholder Value-Ansatzes.....	31
3.5 Merkmale von Shareholder Value-Konzeptionen.....	33
3.6 Konzeptionelle Berücksichtigung der Bondholder	34
3.7 Implementierung des Shareholder Value-Modells in der Praxis	35
4 Der Bondholder Value	37
4.1 Zielsetzung	37
4.2 Interessen der Bondholder.....	39
4.3 Möglichkeiten zur Bestimmung des Bondholder Value	42
4.3.1 Marktwert der Unternehmensanleihen	43
4.3.2 Messung auf Basis von Rendite-Spreads	43
4.3.3 Orientierung am Rating.....	44
4.3.4 Ausrichtung an Finanzkennzahlen	49
4.4 Kritische Würdigung.....	51
5 Wesentliche Konfliktfelder zwischen Bond- und Shareholder in der Praxis.....	53
5.1 Agency-Probleme zwischen Management und Bondholder	54
5.2 Die Gefahr einer kurzfristig orientierten Shareholder Value-Sichtweise	56
5.3 Der Verschuldungsgrad.....	59
5.3.1 Finanzierungstheorie und Kapitalmarktpraxis	59
5.3.2 Kapitalstruktur.....	60
5.3.3 Leveraged Buy-Outs	62

5.4 Aktienrückkaufprogramme und Dividendenpolitik	64
5.5 Risikoreiche Geschäftsfelder.....	67
6 Handlungsmöglichkeiten zur Konfliktlösung	68
6.1 Handlungsmöglichkeiten des Unternehmensmanagements	69
6.1.1 Der Stakeholder Value-Ansatz als Lösung?.....	69
6.1.2 Verankerung des Bondholder Value in den Unternehmenszielen	70
6.1.3 Bonität	74
6.1.4 Risikomanagement	75
6.1.5 Bondholder Relations.....	76
6.1.6 Anreizsystem Unternehmensmanagement	80
6.2 Handlungsmöglichkeiten der Bondholder.....	81
6.2.1 Berücksichtigung der Bondausgestaltung.....	81
6.2.2 Einbindung von Covenants	82
7 Zusammenfassung/Ausblick	85
Anhang	87
Literaturverzeichnis.....	94

Abbildungsverzeichnis

	Seite
Abb. 1 Auszahlungsdiagramm Ansprüche Bondholder/Aktionär	15
Abb. 2 Zusammensetzung des betrieblichen Cashflows nach UKV	28
Abb. 3 Kapitalkostenermittlung nach der WACC Methode	30
Abb. 4 Das Shareholder Value-Netzwerk	33
Abb. 5 Jährliche weltweite Emittentenausfälle und Volumina 1980 – 2005	38
Abb. 6 Bewertung von Aktionärs- und Gläubigerposition nach BLACK und SHOLES	41
Abb. 7 Möglichkeiten der Bondholder Value-Messung	43
Abb. 8 Kursentwicklungen ausgewählter Dax-Anleihen im Umfeld von Ratingänderungen	49
Abb. 9 Kumulative abweichende Kursgewinne aufgeteilt nach Motiven	68
Abb. 10 Wirkung des Instrumentariums auf die Abbildungsebene	75
Abb. 11 Subziele Investor Relations	78

Tabellenverzeichnis

	Seite
Tab. 1 Umlauf von Unternehmensanleihen im internationalen Vergleich	20
Tab. 2 Durchschnittliche Ausfallrate nach Ratingklassen (1983 – 2005)	23
Tab. 3 Bewertung der Möglichkeiten zur Bondholder Value-Messung	52
Tab. 4 Ausgewählte Kommunikationsinhalte der Bondholder Relations	80
Tab. 5 Ausgewählte Covenants zum Schutz der Bondholder-Interessen	84

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
AG	Aktiengesellschaft
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
Anm. d. Verf.	Anmerkung des Verfassers
BIP	Bruttoinlandsprodukt
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
ca.	cirka
CAPM	Capital Asset Pricing Modell
CDS	Credit Default Swap
CfROI	Cashflow Return on Investment
Dax	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cashflow
d.h.	das heißt
Diss.	Dissertation
EBIT	Earnings Before Interest and Tax
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
etc.	et cetera
EUR	Euro
EURIBOR	European Interbank Offered Rate
EWU	Europäische Währungsunion
f.	folgende
ff.	fortfolgende
F&E	Forschung und Entwicklung
GCCG	German Code of Corporate Governance
Hrsg.	Herausgeber
Kap.	Kapitel
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
LBO	Leveraged Buy-Out
LIBOR	London Interbank Offered Rate
Mio.	Million(en)
Mrd.	Milliarde(n)
MSCI	Morgan Stanley Capital International
M&A	Mergers & Acquisitions
NPV	Net Present Value
ROE	Return on Equity
ROI	Return On Investment
S.	Seite

S&P 500	Standard & Poor's 500
Tab.	Tabelle
u.a.	und andere
UK	United Kingdom
UKV	Umsatzkostenverfahren
UMTS	Universal Mobile Telecommunications System
Univ.	Universität
US	United States
USA	United States of America
USD	US-Dollar
vgl.	vergleiche
vs.	versus
WACC	Weighted Average Cost of Capital
z.B.	zum Beispiel