

---

# Editorial

Im Zentrum der vorliegenden Ausgabe unserer Zeitschrift stehen aktuelle Fragestellungen aus Forschung und Praxis rund um das Thema Bewertung. Jeder Finanzierungs- und Investitionsentscheidung liegt eine Bewertung der jeweiligen Vertragsinhalte zugrunde, welche sich im Preis und den Konditionen niederschlägt. Selbiges gilt für Mandate, welche mit Drittparteien vereinbart werden. Zu diesem in der Unternehmenspraxis wie in der Finanzwissenschaft wichtigen Thema greift dieses Heft verschiedene Fragen im Zusammenhang mit der Performance von Börsengängen, den Determinanten von Kreditkonditionen, der Zuverlässigkeit von Finanzkennzahlen sowie der Jahresberichtsprüfung auf.

Der erste Beitrag befasst sich mit der Bewertung von Börsengängen. Mehrere Unternehmen sind in den letzten eineinhalb Jahrzehnten in Westeuropa über ein Equity Carve-Out an der Börse kotiert worden. Hierbei platziert ein an der Börse bereits gelistetes Unternehmen einen Minderheitsanteil an einer ihrer Tochterunternehmungen, welche so finanziell den Investoren zugänglich gemacht wird. Christian Klein, Dirk Schiereck und Quoc-Thai Ton untersuchen, wie sich die Kurse solcher Unternehmen verhalten, die mittels eines Equity Carve-Outs an der Börse kotiert wurden im Vergleich zu jenen, welche ein Initial Public Offering (IPO) hatten. Im Zentrum steht insbesondere auch die Langzeitperformance nach der Kotierung. Die Analyse basiert auf 52 Equity Carve-Outs in Westeuropa im Zeitraum von 2005 bis 2013. Im Ergebnis zeigt sich eine statistisch signifikante Überrendite von Equity Carve-Outs über einen Zeitraum von 12 Monaten. Darüber hinaus liefern die Autoren Evidenz für eine längerfristig bessere Entwicklung gegenüber IPOs.

Die Bewertung von Krediten steht im Zentrum des zweiten Beitrags. Maximilian Zurek untersucht, wie sich die räumliche Entfernung zwischen Kreditnehmer und kreditgebender Bank auf die Konditionen des Darlehens auswirkt. Insbesondere für Unternehmen in Kontinentaleuropa und hierbei für kleine und mittlere Unternehmen ist die Bankbeziehung ein wichtiger Pfeiler der Aussenfinanzierung ihrer Aktivitäten. Die Analyse basierend auf 2'185 Bankbeziehungen in Deutschland ergibt, dass grösste räumliche Distanz des Kreditnehmers von der kreditgebenden Bank mit höheren Kreditzinsen einhergeht. Haupttreiber hierfür sind die Überwachungskosten: Die Nähe erleichtert das Screening und das Monitoring sowie die Beurteilung nicht quantifizierbarer Informationen in der Kreditbeziehung. Potenziell jedoch lässt grösste Nähe auch auf mehr Marktmacht der Bank schliessen. Diesbezüglich gibt es im Rahmen der untersuchten Bankbeziehungen indes keine Evidenz dafür, dass sich die lokale Marktmacht der Banken in den Kreditzinsen niederschlagen würde.

Für Anlegerinnen und Anleger kommt eine vertiefte Bewertung einer Unternehmung oder eines Anlagefonds als Grundlage der Investitionsentscheidung in den seltensten Fällen in Frage. Stattdessen werden Finanzkennzahlen herangezogen, um sich ein Bild über die relevanten Fakten zu verschaffen. Verschiedene Finanzportale bieten heute solche Kennzahlensets an. Der Vergleich zeigt indessen, dass dieselben Kennzahlen für die gleichen Aktienfonds im identischen Anlagezeitraum je nach Finanzportal zuweilen erheblich voneinander abweichen. Vor diesem Hintergrund analysieren Nils Helms und Patrick Vogt in ihrem Aufsatz die Finanzkennzahlen verschiedener Online-Finanzportale auf deren Konsis-

tenz. Sie zeigen, dass die Unterschiede auf abweichende Renditeberechnungen, Annualisierungsfaktoren, die verwendeten Benchmarks und Unterschiede beim risikolosen Zinssatz zurückzuführen sind. Ein Verbesserungspotenzial sehen die Autoren in der Veröffentlichung der Berechnungsmethoden seitens der jeweiligen Portale.

Bewertungsrelevant ist auch die Jahresrechnung einer Unternehmung. Diese bedarf im Regelfall einer Abschlussprüfung, welche für die Unternehmung günstig ausfallen sollte. Der vierte Beitrag befasst sich daher mit der Frage, ob Unternehmen Anreize haben, im Falle nicht einwandfreier Testate oder sonstiger Meinungsverschiedenheiten zwischen dem Prüfer und der zu prüfenden Unternehmung ein „Opinion Shopping“ zu betreiben und opportunistische Prüferwechsel vorzunehmen. Reiner Quick, Steffen Braun und Matthias Wolz zeigen anhand von 450 deutschen Unternehmen im Zeitraum 2004 bis 2012, dass in gewissen Anreizsituationen Prüferwechsel signifikant häufiger zu beobachten sind. Trotz dieser Evidenz für Opinion Shopping gibt es jedoch keine Anhaltspunkte dafür, dass dieses auch effektiv wäre: Nach beobachteten Prüferwechseln sind keine signifikant anderen Testate oder Konstellationen in Bezug auf Meinungsunterschiede feststellbar.

Den Abschluss der vorliegenden Ausgabe macht eine Rezension von Dr. Siegmund Pisarczyk zum Buch von Michael Urselmann (Hrsg.) „Handbuch Fundraising“.

Ich wünsche Ihnen, liebe Leserin, lieber Leser viel Freude und interessante Erkenntnisse beim Studium dieser Ausgabe!

Basel im Juli 2018

Pascal Gantenbein