

---

# Editorial

Im aktuellen Heft präsentieren wir Ihnen drei Beiträge, die sich diversen Problemstellungen aus dem Forschungsbereich „Finance“ widmen.

Zahllose Studien haben sich in den letzten Jahrzehnten mit der Suche nach einer optimalen Kapitalstruktur beschäftigt. *Christian Babl, Andreas Fausel, Leonard Kuhlman und Dirk Schiereck* tragen in ihrem Beitrag „Werteffekte auf Anleiheemissionen: Eine Note für deutsche Emittenten“ zur kontrovers diskutierten Frage bei, ob Eigen- oder Fremdkapital aufgenommen werden soll. Um eine fundierte Entscheidung treffen zu können, müssen Unternehmen über Instrumente verfügen, die es erlauben, Kosten und Nutzen der beiden Varianten gegeneinander abzuwägen. Dabei sind Reaktionen der Aktienkurse auf Aktien- und Anleiheemissionen als indirekte Emissionskosten nicht zu unterschätzen. Das Schwerpunktgewicht der empirischen Studien lag bislang im Bereich der Kapitalerhöhungen, in dem (auch) für deutsche Emittenten regelmäßig hohe negative Werteffekte für Eigenkapitalgeber bei Emissionsankündigung zu beobachten sind. Die Auswirkungen von Anleiheemissionen auf die Marktwerte des Eigenkapitals wurden dagegen gerade in Deutschland weniger ausführlich untersucht. Die vorliegende Studie analysiert die Aktienkursreaktionen auf Anleiheemissionen deutscher Emittenten für den Zeitraum von 2002 bis 2012. Es zeigt sich, dass die Fremdkapitalaufnahme durch Anleihen bei gesunden Unternehmen durchaus einen Mehrwert für Anleger darstellen kann, sofern der Verwendungszweck klar definiert ist.

In der Praxis wird eine Einschätzung über die Fähigkeit oder den Willen eines Unternehmens, seinen Zins- und Tilgungsleistungen vollständig und rechtzeitig nachzukommen, oftmals von Ratingagenturen durchgeführt. Eine Herabstufung des Unternehmensratings kann insbesondere aus zwei Sachverhalten – veränderte Erfolgschancen oder veränderte Kapitalstruktur des Unternehmens – resultieren. In beiden Fällen führt eine Herabstufung des Ratings zu höheren Fremdkapitalzinsen. Grundsätzlich kann vermutet werden, dass das Rating auch für Eigenkapitalgeber wertrelevant ist. Fraglich ist, wie sich Ratingmeldungen in Form von angekündigten Ratingüberprüfungen oder von tatsächlichen Ratingänderungen auf den *Shareholder Value* des Unternehmens auswirken. In ihrem Beitrag „Welchen Effekt haben Bond-Ratingänderungen und deren Begründung auf den Shareholder Value?“ zeigen *Steffen Biermann, Corinna Ewelt-Knauer und Andreas Wömpener* anhand einer Ereignsstudie unter anderem, dass eine Herabstufung des Ratings aufgrund der veränderten Erfolgschancen einen negativen Effekt auf den Marktwert des Unternehmens hat. Eine Herabstufung aufgrund eines steigenden Verschuldungsgrads führt dagegen zu einem erhöhten Marktwert des Unternehmens. Die differenzierte Aufnahme der Informationen deutet darauf hin, dass wertbegründende Ereignisse selbst Anlass für Unternehmenswertänderungen sind und Informationen von Ratingagenturen diese Ereignisse „nur“ reflektieren (können).

Die Diskussion über Insiderhandel ist so alt wie die Erfindung der Aktie und ihres Handels selbst. Ursächlich hierfür ist die Informationsasymmetrie zwischen den Leitungsgremien eines Unternehmens und seiner nicht-exekutiven Eigentümer. Die Ausnutzung von Insiderinformationen ist folglich auf einem Grossteil der Kapitalmärkte untersagt. Zudem be-

steht in Deutschland seit 2002 eine Melde- und Publizitätspflicht für legitime Wertpapiergeschäfte von Unternehmensinsidern (sog. Directors' Dealings). Der Beitrag von *Helge Hussmann und Christian Fieberg* nimmt die mehrjährigen Erfahrungen zum Anlass, um die Entwicklung des meldepflichtigen Insiderhandels im Zeitablauf näher zu beleuchten. Dabei gehen sie insbesondere der Frage nach, ob es in Deutschland überhaupt einer Regulierung bedarf und ob mit den bestehenden Bestimmungen diesem Bedarf Rechnung getragen werden konnte. Es zeigt sich, dass Unternehmensinsider in der Lage sind, sowohl nach Kauf- als auch nach Verkaufstransaktionen abnormale Renditen zu erzielen. Dies verdeutlicht, dass nach wie vor eine Informationsasymmetrie zwischen Unternehmensinsidern und Marktteilnehmern besteht, die von den meldepflichtigen Personen zumindest teilweise zu ihrem Vorteil ausgenutzt werden kann.

Es freut mich, in diesem Heft die Übergabe des „Best Paper Award 2013“ an *Carola Jungwirth und Loren Barth* (Universität Passau) für ihren Beitrag „The entanglement of intercultural conflicts and ‚bad‘ leadership in SMEs“ bekannt zu machen. In der Laudatio von *Markus Gmüür* werden Gründe für die Wahl dieses Aufsatzes dargelegt. Der „Best Reviewer Award 2013“ für ein besonders hochwertiges Gutachten geht an *Utz Schäffer* (WHU – Otto Beisheim School of Management). Im Namen der Herausgeber gratuliere ich den Preisträgern herzlich. Allen Gutachterinnen und Gutachtern der vergangenen Jahre, die zur Sicherstellung der wissenschaftlichen Qualität der Zeitschrift beigetragen haben, gilt ein grosses Dankeschön.

Des Weiteren möchte ich Sie auf einen Wechsel im Herausgeberkreis hinweisen. *Peter Gomez* (Universität St. Gallen) ist per Ende 2013 aus dem Herausgeberkreis ausgeschieden. Im Namen aller Herausgeber danke ich ihm für sein wertvolles Engagement zum Wohl der Zeitschrift sehr herzlich. Gleichzeitig heisse ich *Günter Müller-Stewens* (Universität St. Gallen) willkommen, der seit Anfang Jahr die Nachfolge von *Peter Gomez* angetreten hat.

Ich wünsche Ihnen eine anregende Lektüre

Ihr Dieter Pfaff