

Geleitwort

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich aus Kapitalmarktsicht mit der Frage, ob Desinvestitionsmaßnahmen wertsteigernd wirken. Empirische Untersuchungen liegen hierzu zwar in begrenztem Umfang vor, aber die eigene Untersuchung der Verfasserin präzisiert den Desinvestitionsbegriff schärfer, erfasst die Umstände der Desinvestitionsentscheidung umfassender und prüft vor allem erstmals, ob es einen Unterschied in der Bewertung reaktiver vs. proaktiver Desinvestitionen gibt. Gerade der Aspekt der Proaktivität, in der Literatur aus verschiedener Sicht als vorzugswürdig betont, verdient besonderes Interesse. Die deutlich steigende Zahl von Desinvestitionen in den letzten Jahren zeigt die praktische Bedeutung des Themas, die in der vorherrschenden Wachstumsorientierung der Theorie nicht genügend Beachtung findet. Sofern nicht Desinvestitionen lediglich als ein Wachstum mit negativen Vorzeichen gesehen werden, sind reaktive Desinvestitionen weithin als Managementversagen stigmatisiert. Proaktive Desinvestitionen werden dagegen allgemein positiv eingeschätzt.

Demgegenüber soll hier geprüft werden, ob die Wertsteigerungspotentiale proaktiver und reaktiver Desinvestitionen unterschiedlich sind, dies zum einen anhand verschiedener einschlägiger Theorien, zum anderen anhand einer Kapitalmarktstudie. Der hierfür entwickelte, umfassende Bezugsrahmen zur Erfassung entsprechender Transaktionen entsteht aus einer gelungenen Analyse und Kombination verschiedener Theorieansätze: Prinzipal-Agententheorie, effizienzorientierte Ansätze, Ansatz der Realoptionen sowie Managementmodentheorie. Als Maßstab für die Wertsteigerung einer Desinvestition wird der Marktwert des Eigenkapitals genommen. Denn im Sinne des Shareholder Value-Ansatzes argumentiert, stellt der Aktienkurs das eindeutigste Maß der Markterwartungen über die zukünftige Entwicklung des Unternehmens dar.

Für die empirische Untersuchung wählt die Verfasserin die Form der Ereignisstudie als ein probates Verfahren der Erfolgsbestimmung am Kapitalmarkt. Die Stammdatenbank bildet eine Auflistung aller Ad-hoc-Mitteilungen vom 1.1.2002 bis 31.12.2004 durch die BaFin. Daraus ergeben sich nach dem Durchlaufen mehrerer Filterschritte insgesamt 233 Ereignisse von 160 Unternehmen, die sich als Desinvestitionsstichprobe eignen. Die Auswertung der Studie und die Hypothesenprüfung erbringen klare und teilweise überraschende Befunde. Zunächst ist festzuhalten, dass über alle Ereignisse hinweg ein deutlicher Wertsteigerungseffekt festzustellen ist, der allerdings rasch nachlässt, was für einen Ankündigungseffekt spricht. Für die Proaktivität/Reaktivität gibt es zwar keine statistisch signifikante Abweichung, aber die graphische Auswertung lässt unterschiedliche Reaktionen vermuten. Demnach wären proaktive

Desinvestitionen nachhaltiger wertsteigernd als reaktive. Zwar sprechen auch weitere Hinweise für ein solches Wirkungsprofil, wegen der insgesamt geringen Erklärungskraft wird aber im weiteren Verlauf der Arbeit auf die Unterscheidung Proaktivität/Reaktivität verzichtet. Aus den weiteren Prüfungen ergibt sich, dass das Jahr der Ankündigung ebenso wenig eine Rolle spielt wie die Branche. Kontraintuitiverweise hat auch die tatsächliche Rückführung des Diversifikationsgrads keinen Einfluss. Das gleiche gilt für die Angabe der Intention. Die Kurswirkung einer Desinvestition hängt also nicht von deren Begründung ab. Selbst ein Managementwechsel vor oder während der Desinvestition ist irrelevant. Diese und zahlreiche weitere Ergebnisse werden sorgfältig dargestellt und diskutiert. Insgesamt erbringen die in hohem Maße signifikanten Ergebnisse einige Bestätigungen, enthalten aber auch nicht wenige Überraschungen. Die Diskussion und Interpretation der Ergebnisse reflektiert die Theorieansätze ebenso wie praktische Implikationen, z.B. zur Meldepflicht.

Die auch handwerklich – Literaturoauswertung/Methodenanwendung – sehr gut gemachte Arbeit ist in der Darstellung präzise und trotz der Vielfalt der angeschnittenen Theorien und Fragestellungen sehr gut lesbar. Sie führt vorhandene Untersuchungen nicht nur fort, sondern erweitert und präzisiert sie in nicht unerheblichem Maße und leistet so einen deutlichen Erkenntnisfortschritt auf der Schnittfläche von Managementtheorie und finanzwirtschaftlicher Theorie.

Prof. Dr. Wilfried Krüger