Kredit und Kapital, 37. Jahrgang, Heft 3
Seiten 353–382

Wertsteigerung durch Desinvestitionen bei großen deutschen Konzernen

Von Dirk Schiereck, Oestrich-Winkel, und Marc Stienemann, Witten

I. Einführung

In den letzten Jahren haben Fusionen und Akquisitionen, wie z.B. von Ruhrgas durch E.on, eine hohe Aufmerksamkeit auf sich gezogen. Dabei wurde auch in der Wissenschaft meist auf die Sicht des Käufers, dessen Synergiepotenziale und die Kapitalmarktreaktion bei der Aktie des Akquisiteurs abgestellt.[1] Die Perspektive der Gegenseite, des Verkäufers, ist hingegen in Deutschland bislang kaum betrachtet worden. Neben dem Verkauf von Einheiten im Rahmen eines Sell-offs bieten sich in diesem Kontext insbesondere Carve-outs an, Spin-offs spielen in Deutschland praktisch keine Rolle. Sehr wenige Studien haben bisher versucht, mögliche Wertsteigerungen durch Desinvestitionen zu identifizieren und zu erklären.[2] Die in diesen Studien herangezogenen Untersuchungszeiträume enden deutlich vor dem Höhepunkt der Desinvestitionsaktivitäten im Jahr 2000.

Gerade aus der Perspektive der Desinvestition als Gegenpart zu Fusionen und Akquisitionen stellt sich die Frage, inwieweit die durchschnittlichen Reaktionen des Kapitalmarktes bei nachhaltig gestiegenen Transaktionsaktivitäten erhalten geblieben sind. Die empirische Evidenz bspw. zu Ankündigungseffekten bei M & A-Transaktionen weckt hier Zweifel. So zeigen etwa Beitel/Schiereck (2003), dass im Bankenbereich die Kapitalmarktreaktion zwar bei europäischen Transaktionen über die letzten 15 Jahre wesentlich positiver ausfällt als bei vergleichbaren US-amerikanischen Zusammenschlüssen, dass aber diese Divergenzen auch in den

---

1 Vgl. z.B. *Jansen* (2001), S. 1 ff.; *Picot* (2000), S. 1 ff.; *Rockholtz* (1999), S. 1 ff.; *Gerke/Garz/Oerke* (1995), S. 805 ff.

2 Für Sell-offs liegt bisher nur die Untersuchung von *Löffler* (2001) vor und für Carve-outs existieren Studien von *Pellens* (1993), *Kaserer/Ahlers* (2000), *Elsas/Löffler* (2001) und *Löffler* (2001). Darüber hinaus gibt es eine europäische Studie von *Veld/Veld-Merkoulova* (2003), die auch deutsche Spin-offs enthält.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

letzten Jahren deutlich zurückgegangen sind. Allein vor diesem Hintergrund erscheint eine aktualisierte Überprüfung für den deutschen Markt aufschlussreich und das zu erwartende Ergebnis ex ante unklar. Hier setzt diese Analyse an. Zunächst werden in Abschnitt II. kurz die theoretischen Grundlagen für eine mögliche Wertsteigerung durch Desinvestitionen erläutert. Anschließend beschreibt Abschnitt III. das Design dieser Untersuchung, bevor in Abschnitt IV. die gefundene Evidenz aus einer Ereignisstudie für deutsche Konzerne präsentiert wird. Abschnitt V. fasst die zentralen Erkenntnisse zusammen und gibt einen Ausblick.

II. Bisherige Untersuchungen

Die bislang vorliegenden empirischen Erkenntnisse zu Desinvestitionen lassen sich in zwei Aussagen zusammenfassen. Erstens erscheinen Desinvestitionen grundsätzlich für das verkaufende Mutterunternehmen wertgenerierend zu sein, und zweitens gibt es signifikante Unterschiede bezüglich der Höhe an geschaffenem Wert in Abhängigkeit von dem gewählten Desinvestitionsinstrument. Auf beide Aspekte wird nachfolgend kurz eingegangen, aber mit Verweis auf bereits vorliegende umfassende Literaturübersichten bspw. bei Löffler (2001) oder Schill/Zhou (2001) auf eine ausführliche Darstellung verzichtet.

Theoretische Ansätze zur Erklärung von Wertvernichtung durch (diversifizierte) Konzerne und von Wertsteigerung durch Desinvestitionen basieren vor allem auf Argumenten der Agency-Kosten im Konzern. Ein Konzern ist durch zwei Principal-Agent-Beziehungen, nämlich zwischen Bereichsmanagern und der Konzernspitze einerseits und Anteilseignern und der Konzernspitze andererseits gekennzeichnet. Auf beiden Stufen entstehen Wertverluste durch Management Entrenchment und die Free-Cashflow-Problematik. Management Entrenchment bezeichnet Aktivitäten des Managements, die dazu dienen, seine Ersetzbarkeit im Unternehmen zu erschweren, z.B. durch Akquisition von Unternehmen, für deren Führung es besonders geeignet ist.[3] Ein ähnlicher Sachverhalt liegt der Free-Cashflow-Problematik zugrunde, die unterstellt, dass Manager freie Finanzmittel horten oder in (ineffiziente) Akquisitionen investieren, statt sie an die Aktionäre auszuschütten. Damit versuchen sie, ihre Entlohnung – sofern diese an die Unternehmensgröße gekoppelt ist – und ihr Ansehen und damit auch ihren Wert am Arbeitsmarkt zu erhöhen.[4]

---

[3] Vgl. *Shleifer/Vishny* (1989), S. 123 ff.

[4] Vgl. zur Free-Cashflow-Hypothesis *Jensen* (1986), S. 323 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zudem können diversifizierende Akquisitionen die Unternehmensinsolvenz und damit das Arbeitsplatzrisiko des Managers reduzieren.[5]

Zwischen Bereichsmanagern und der Konzernspitze existiert zusätzlich insbesondere das Problem ineffizienter interner Kapitalmärkte. Dabei führen opportunistische Aktivitäten der Bereichsmanager, bspw. in Form von gezielten Fehlinformationen oder Lobbying, zu einer Zuteilung von Finanzmitteln an wenig effiziente Teileinheiten.[6] Außerdem verursachen die Aktivitäten der Bereichsmanager direkt Kosten durch den Einsatz von Ressourcen (Managementkapazität). Das opportunistische Verhalten der Bereichsmanager ist wiederum begründet durch den Versuch, mit dem Erhalt vieler Finanzmittel das eigene Ansehen und den Wert am Arbeitsmarkt zu steigern.[7] Darüber hinaus wird die Beziehung zwischen den Anteilseignern und der Konzernspitze von Informationsasymmetrien geprägt, die in einem breit diversifizierten Konzern infolge der großen Informationsmenge und -diversität besonders hoch ausfallen.[8] Desinvestitionen können diese Agency-Probleme durch die Auflösung der Konzernstruktur lindern bzw. eine Stufe der Agency-Kosten – nämlich zwischen Bereichsmanagern und der Konzernspitze – eliminieren. Daneben kann die effizientere Verwendung von Teileinheiten (Synergien) in anderen Konzernen bei Verkäufen über den gezahlten Kaufpreis den Marktwert des Verkäufers steigern.[9] Auf dieser Argumentationsbasis wurde die Kernaussage „Desinvestitionen sind wertsteigernd" abgeleitet. Eine Vielzahl von Untersuchungen konnte diese theoretischen Voraussagen für die USA und teilweise auch für Europa empirisch stützen.[10] Die wohl erste diesbezügliche Untersuchung stammt von Boudreaux (1975), der für Sell-offs für einen Zeitraum von drei Monaten vor und einem Monat nach der Ankündigung der Verkäufe eine monatliche durchschnittliche abnormale Rendite von 1,52 % ermittelt. Andere jüngere Untersuchungen kommen zu vergleichbar positiven Ergebnissen. Insgesamt zeichnet sich ab, dass unabhängig von Zeitraum und gewähltem Verkaufsinstrument (Sell-off, Carve-out, Spin-off) bei Ankündigung der Desinvestitionen statistisch signifikant positive abnormale Renditen,

---

5 Vgl. *Amihud/Lev* (1981), S. 606 f., *Franke* (1993), S. 47.

6 Vgl. die Modelle von *Scharfstein/Stein* (2000), S. 2541 ff., und *Rajan/Zingales* (2000), S. 521 ff.

7 Vgl. *Meyer/Milgrom/Roberts* (1992), S. 19 ff.

8 Vgl. *Krishnaswami/Subramaniam* (1999), S. 79.

9 Vgl. *Rosenfeld* (1984), S. 1438; *Lang/Poulsen/Stulz* (1995), S. 4.

10 Vgl. z.B. *Hite/Owers* (1983), S. 409 ff.; *Schipper/Smith* (1986), S. 153 ff., *Kang/Diltz* (2000), S. 25 ff., *Kaiser/Stouraitis* (2001), S. 319 ff., und *Vijh* (2002), S. 153 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

d.h. eine positive Wirkung auf den Shareholder Value festgestellt wurden.[11]

Die Erkenntnisse für die Höhe der abnormalen Renditen sind nicht einheitlich. Für Deutschland berichtet Löffler (2001) positive abnormale Renditen für Sell-offs und Carve-outs, ebenso Elsas/Löffler (2001) und Kaserer/Ahlers (2000) für Carve-outs. Zu signifikant negativen Aktienkursreaktionen für Carve-outs kommt dagegen Pellens (1993). Während die Desinvestitionstätigkeit in Deutschland in den letzten Jahren nachhaltig zugenommen hat, enden die in diesen Studien betrachteten Untersuchungszeiträume deutlich vor dem Höhepunkt der Desinvestitionsaktivitäten im Jahr 2000. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, inwieweit die durchschnittlichen Reaktionen des Kapitalmarktes bei nachhaltig gestiegenen Transaktionsaktivitäten erhalten geblieben sind. Empirische Evidenz bspw. zu Ankündigungseffekten bei M & A-Transaktionen weckt hier Zweifel.

Davon unabhängig drängt sich die Frage auf, welche theoretischen Ansätze für unterschiedliche Kursreaktionen zwischen den Instrumenten sprechen. Auch hierzu gibt es Literaturübersichten, bspw. bei Stienemann (2003). So finden sich verschiedene Argumente für eine positivere Reaktion bei Sell-offs. Da hier 100% einer Einheit verkauft werden, während beim Carve-out zunächst anteilige Positionen beim veräußernden Mutterkonzern bestehen bleiben, lassen sich die grundsätzlichen Vorteile einer Desinvestition auf die beiden Instrumente übertragen. So gibt es beim Sell-off keine Entrenchment-Effekte mehr, die partiell beim Carve-out erhalten bleiben können. Zudem wird für Sell-offs häufig ein strategischer Käufer unterstellt, der Synergien mit dem Erwerb realisiert, die an den Verkäufer im Preis anteilig weitergeleitet werden (müssen).[12] Die empirischen Befunde liefern diesbezüglich aber kein einheitliches Bild. Entsprechend finden sich auch Ansätze, die erklären, warum die Börsenreaktionen auf Carve-outs höher ausfallen sollten. So hat die börsennotierte Konzerntochter nach dem Carve-out strikteren Publizitätsvorschriften zu folgen als Sell-offs. Die Bewertung der verkauften Einheiten wird so erleichtert und erlaubt auch Rückschlüsse auf den Mutterkonzern. Diese verbesserte Transparenz wird vom Kapitalmarkt positiv bewertet und schlägt sich im Börsenkurs des Mutterunter-

---

11 *Datta/Iskandar-Datta/Raman* (2003) zeigen, dass auch größere Asset Sales positive Kursreaktionen beim Verkäufer hervorrufen, aber wertneutral beim Käufer registriert werden.

12 Vgl. etwa *Lang/Poulsen/Stulz* (1995), S. 4, *Jain* (1985), S. 211, *Rosenfeld* (1984), S. 1438, sowie *Bradley/Desai/Kim* (1983), S. 183 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nehmens nieder.[13] Zudem weisen Schill/Zhou (2001) auf nachhaltige positive Fehlbewertungen für Tochterunternehmen mit Internet-Fokus hin, wenn diese über Carve-outs an die Börse gebracht werden. Da beim Carve-out nur ein Teil des Unternehmens veräußert wird, sollte sich die überhöhte Bewertung des Tochterunternehmens positiv auf den Börsenkurs des Mutterkonzerns niederschlagen. Wichtig ist hierbei anzumerken, dass es keine Hinweise für Fehlbewertungen des Mutterkonzerns gibt. Diese Erkenntnis ist für das weitere methodische Vorgehen nicht ganz unbedeutend.

III. Untersuchungsaufbau

1. Definition des Untersuchungsgegenstands

Nachfolgend wird der Begriff Desinvestition eingegrenzt, er zeichnet sich aus durch:[14]

- die Aufgabe von Ansprüchen auf Residualeinkommen aus untergeordneten Einheiten,
- die gleichzeitige Verminderung oder Aufgabe einer (faktisch) beherrschenden Stellung über die untergeordneten Einheiten und
- die Übertragung dieser Beherrschungsmöglichkeiten und Residualeinkommensansprüche an Konzernfremde.

Dabei wird grundsätzlich auf in sich geschlossene, zumindest theoretisch selbstständig lebensfähige untergeordnete Einheiten, d.h. sowohl Geschäftsbereiche als auch Tochterunternehmen, abgestellt. Die hier untersuchten Desinvestitionsinstrumente sind vor allem Sell-off und Carve-out. Der Sell-off ist der klassische Verkauf an einen oder einige wenige Investoren, wohingegen der Carve-out die Veräußerung der Anteile einer Tochtergesellschaft über das öffentliche Angebot an der Börse bezeichnet.[15] Der nur am Rande betrachtete Spin-off ist die (vollständige) verhältniswahrende Auskehrung der Anteile einer Tochtergesellschaft an die bisherigen Aktionäre des Konzerns, sodass der Konzern keine Anteile an der ehemaligen Tochtergesellschaft mehr hält.[16] Diese Desinvesti-

---

13 Vgl. auch *Gilson/Healy/Noe/Palepu* (2000).

14 Zu ähnlichen Definitionen vgl. z.B. *Löffler* (2001), S. 5; *Hite/Owers* (1983), S. 410.

15 Zur Definition des Sell-off vgl. z.B. *Rosenfeld* (1984), S. 1437, zum Carve-out vgl. z.B. *Schipper/Smith* (1986), S. 153.

16 Zur Definition vgl. z.B. *Schultze* (1998), S. 10.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

tionsinstrumente unterscheiden sich anhand der Merkmale „Zufluss von Finanzmitteln", „Art des Erwerbers" und „Anteil des Verkäufers nach Transaktion":

- Carve-outs und Sell-offs führen zu Finanzmittelzuflüssen, Spin-offs hingegen nicht.
- Carve-outs und Spin-offs sind durch eine Vielzahl an Käufern gekennzeichnet, während bei Sell-offs der Verkauf an einen oder wenige Investoren erfolgt.
- Nach der Desinvestition hat der Konzern beim Spin-off und bei einem 100 %-Sell-off keine Anteile mehr an der desinvestierten Einheit. Beim Carve-out bleibt er meist zu über 50 % Eigentümer.

Die rechtliche Situation in Deutschland stellt für Sell-offs und Carve-outs kein Hindernis dar, Spin-offs hingegen sind mit steuerlichen Gestaltungsschwierigkeiten verbunden.[17]

2. *Daten*

Um die Auswirkung einer Ankündigung von Desinvestitionsmaßnahmen auf den Shareholder Value (im Sinne des Marktwertes des Mutterunternehmens) zu erfassen, wird hier die Methode der Ereignisstudie (Event Study) genutzt, wie sie von Fama/Fisher/Jensen/Roll (1969) entwickelt wurde. Das Untersuchungsdesign orientiert sich an den Ausführungen von Dodd/Warner (1983) und Brown/Warner (1980 und 1985). Die tatsächlich aufgetretenen täglichen bereinigten Renditen werden einer über das Marktmodell geschätzten erwarteten Rendite gegenübergestellt. Es wird also Bewertungseffizienz für die Aktien des verkaufenden Mutterkonzerns unterstellt.

Als Approximation für den Marktindex werden die den desinvestierenden Mutterunternehmen zugehörigen CDAX-Branchenindizes verwendet. Als Untersuchungszeitraum (Event Window) wird ein Zeitraum von 20 (Handels-)Tagen vor und 20 nach dem Ereignistag t = 0 und dazu die Subintervalle [–20;0], [–10;0], [–5;0], [–2;0], [–1;0], {0}, [–1;+1], [–2;+2], [–5;+5], [–10;+10] und [–20;+20] analysiert. Die Schätzperiode für die erwarteten Renditen umfasst 252 Handelstage vor dem Event Window.

---

[17] Vgl. ausführlicher *Stienemann* (2003), S. 30 ff.; *Schultze* (1998), S. 46 ff.; *Bundesministerium der Finanzen* (1999), Tz. 15.32 bis 15.34; *Sagasser/Bula/Brünger* (2000).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Auswahl von angekündigten Transaktionen erfolgt anhand der folgenden Kriterien:

- Die Desinvestition wurde von einem deutschen, börsennotierten Mutterunternehmen zwischen Dezember 1989 und Januar 2002 angekündigt.[18]
- Der Verkaufspreis muss bei Sell-offs EUR 100 Mio. überschreiten.[19]
- Sämtliche Equity Carve-outs (und Spin-offs) werden aufgenommen. Außerdem werden Fälle einer breiteren Streuung des Aktienkapitals von börsennotierten Tochterunternehmen bei Verzicht auf das Bezugsrecht durch das Mutterunternehmen aufgenommen, sofern zuvor eine Eingliederungsmehrheit i. S. v. §320 AktG gegeben war.[20]
- Alle angekündigten Transaktionen werden auch dann einbezogen, wenn sie später nicht durchgeführt wurden.[21]

Mit diesen Kriterien wurden die SDC Platinum Datenbank von Thomson Financial Datastream sowie die Zephus-Datenbank im Internet[22] (für Transaktionen ab 1997) durchsucht. Außerdem wurde die Liste der IPOs in Deutschland seit 1990 aus dem Hoppenstedt-Aktienführer sowie die Aufstellung der Deutsche Börse AG im Internet über IPOs ab 1996 herangezogen, um mögliche Carve-outs und Spin-offs zu identifizieren. Zusätzlich fand ein Abgleich mit den Unternehmenssamples bei Pellens (1993), Kaserer/Ahlers (2000) und Elsas/Löffler (2001) statt. Die so gewonnenen Hinweise auf mögliche relevante Transaktionen wurden durch umfangreiche Presserecherchen im ReutersBusinessBriefing (RBB) verifiziert, zudem wurde dort nach weiteren Transaktionen gesucht. Außerdem wurden noch die Verkaufsprospekte – sofern verfügbar – der Carve-outs/Spin-offs, die jährlichen Ausgaben von Hoppenstedts „Handbuch der

---

18 Eine Ausnahme im formalen Sinn stellt hier die Einbeziehung der Aventis S.A. in die Stichprobe dar, die nur einen reinen Verwaltungssitz in Straßburg hat und die Desinvestitionspolitik der Hoechst AG fortsetzt.

19 Ist der „Equity-Wert" nicht veröffentlicht worden bzw. aus den Ausführungen des Verkäufers oder Käufers in der Presse nicht ableitbar, werden Schätzungen von Analysten etc. herangezogen.

20 Da diese Transaktionen wirtschaftlich und auch in ihren Auswirkungen auf Fragen der Informationsasymmetrie Carve-outs vergleichbar sind, ist es in deutschen Untersuchungen nicht unüblich, diese Fälle (es handelt sich um die Börsengänge von Babcock-BSH AG, BDAG Balcke-Dürr AG und Lehnkering AG Anfang der 90er-Jahre) einzubeziehen. Vgl. *Kaserer/Ahlers* (2000), S. 552; *Elsas/Löffler* (2001), S. 35.

21 So wird ein „post selection bias" vermieden. Vgl. *Copeland/Lemgruber/Mayers* (1987), S. 116.

22 Siehe www.zephus.com, heute integriert in den ZEPHYR-Dienst.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Großunternehmen" und „Handbuch der mittelständischen Unternehmen" und ggf. auch Jahresabschlüsse der Mutter- und Tochterunternehmen überprüft. Aus den gleichen Quellen wurden die Merkmale der Transaktion an sich ermittelt. Die Aktienkurszeitreihen für die Schätzperiode und das Event Window wurden über Thomson Financial Datastream abgefragt. Jahresabschlussdaten wurden über Thomson Financial Datastream, die Hoppenstedt-Bilanzdatenbank, Presseartikel und physisch vorliegende Jahresabschlüsse der Unternehmen gewonnen. Der Diversifikationsgrad ließ sich über die Angaben zur Anzahl und Veränderung der NACE-Codes auf Basis von Hoppenstedts „Handbuch der Großunternehmen" aus dem Jahr vor der Transaktion ermitteln.

IV. Empirische Ergebnisse

1. Deskriptive Statistik

Die ermittelten 199 Transaktionen setzen sich aus 147 Sell-offs (73,9 %), 49 Carve-outs (24,6 %) und 3 Spin-offs (1,5 %)[23] zusammen. Die Transaktionen wurden von 62 Konzernen angekündigt. Berücksichtigt man nachfolgende Fusionen, so waren es aus heutiger Sicht nur 52 Konzerne. Dabei wird die Stichprobe erwartungsgemäß von einigen Konglomeraten dominiert. So führen die 5 aktivsten Konzerne (ca. 10 % der Konzernanzahl) gut 40 % der Transaktionen durch.[24] Die Hoechst AG/Aventis S. A., die seit 1994 eine vollständige Restrukturierung durchlaufen hat, ist alleine für 28 Desinvestitionen verantwortlich. Diese Konzentrationsanalyse zeigt die Enge des deutschen Kapitalmarktes auf, sodass die spezifische Situation einiger weniger großer Konzerne die Ergebnisse der nachfolgenden Untersuchungen deutlich beeinflusst. Zeitlich ist eine Konzentration der Desinvestitionen auf die späten 90er-Jahre zu beobachten (siehe Abbildung 1). Die insgesamt leicht gesunkene, aber weiter hohe Gesamtzahl an Desinvestitionen im schlechten Börsenjahr 2001 unterstreicht aber, dass es sich bei Desinvestitionen nicht um ein „kurzfristiges Modesymptom" handelt. Allerdings sind infolge der Börsenentwicklung Carve-outs kaum noch zu beobachten.[25] Die hohe Transaktionshäufigkeit der letzten Jahre mit einem Drittel der analysierten Desinvestitionen seit 2000 unterstreicht die Bedeutung einer aktualisierten Betrachtung.

---

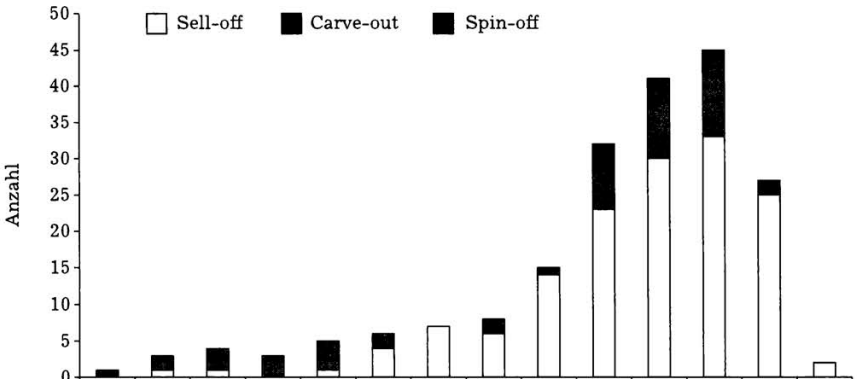
23 Einschließlich einer Split-up-Konstruktion (Aufspaltung der Depfa AG).

24 52 Konzerne, die aus heutiger Sicht – also nach Fusionen – Desinvestitionen durchgeführt haben.

25 Diese Feststellung gilt auch im weiteren Verlauf des Jahres 2002.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Desinvestitionen im Zeitablauf



	1989 Dez.	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 Jan.
	Jahr													
Sell-off	–	1	1	–	1	4	7	6	14	23	30	33	25	2
Carve-out	1	2	3	3	4	2	–	2	1	7	11	11	2	–
Spin-off	–	–	–	–	–	–	–	–	–	2	–	1	–	–

Abbildung 1: Desinvestitionshäufigkeit zwischen Dezember 1989 und Januar 2002

Die Betrachtung des Herkunftslandes des Desinvestitionsobjektes zeigt ein deutliches Übergewicht deutscher Teileinheiten mit rd. 80% (162 Transaktionen). Es folgen britische (7%) und US-amerikanische (5%) Transaktionen. Der Block „Sonstige" (8%, 15 Transaktionen) verteilt sich auf eine Vielzahl von Ländern. Ein deutlich internationaleres Bild ergibt sich bei der Untersuchung des Herkunftslandes der Käufer. Diese Untersuchung ist nur für die 147 Sell-offs sinnvoll, da die Käufer bei Carve-outs und Spin-offs inhomogen und kaum feststellbar sind. Von den 147 Käufern bei Sell-offs stammt mit 26% (38 Transaktionen) der größte Teil aus den USA, gefolgt von deutschen Käufern mit 21% (31 Transaktionen), britischen mit 18% (27 Transaktionen) sowie französischen Erwerbern mit 8% (12 Transaktionen). In diesem Ergebnis spiegelt sich der verstärkte Markteintritt ausländischer Konzerne über Akquisitionen in Deutschland seit den 90er-Jahren wider. Außerdem handelt es sich gerade bei den Private Equity-Transaktionen, die in den letzten Jahren in Deutschland stattgefunden haben, im Wesentlichen um Engagements anglo-amerikanischer Fonds.

Das Transaktionsvolumen – im Sinne des Wertes der Eigenkapitalanteile – der Desinvestitionen ist nach Carve-out, Spin-off und Sell-off zu

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

trennen, da alle Carve-outs und Spin-offs, aber nur Sell-offs mit einer Größenordnung über EUR 100 Mio. in die Stichprobe aufgenommen wurden. Während sich bei Carve-outs und Spin-offs im Fall von später abgesagten Transaktionen keine Transaktionsvolumina ermitteln ließen, liegen bei Sell-offs oft nur grobe oder gar keine Angaben zum Kaufpreis vor.[26] Auf Basis der vorhandenen Angaben ergeben sich die in Abbildung 2 dargestellten durchschnittlichen, minimalen und maximalen Transaktionsvolumina je nach Desinvestitionsinstrument sowie die Mediane. Carve-outs haben hier im Schnitt einen Wert von EUR 427 Mio., bei einem Minimum von EUR 13 Mio. und einem Maximum von EUR 6071 Mio. Sie sind damit deutlich kleiner als Sell-offs, die im Schnitt einen Wert von EUR 1145 Mio. verzeichnen. Der Vergleich der Mediane von EUR 110 Mio. bei Carve-outs und EUR 401 Mio. bei Sell-offs bestätigt diese Einschätzung. Ein Mittelwertvergleich zwischen Sell-offs und Carve-outs führt zu einer hoch signifikanten Differenz (P-Wert 0,004).

Die im Vergleich geringe Größe der Carve-outs erklärt sich insbesondere durch die Aufnahme der Carve-outs am Neuen Markt, die eher kleinere Wachstumsunternehmen einschließen. Durch die Grenze von EUR 100 Mio. für die Aufnahme ist die Stichprobe bei den Sell-offs zwar verzerrt, aber in einer transparent abgegrenzten Form. Der Grund für dieses recht hoch angesetzte Mindesttransaktionsvolumen ist in der schwachen Informationslage für kleinere, nicht über die Börse abgewickelte Transaktionen gegeben. So wurde auch bei 50 von 147 Transaktionen dieser Stichprobe der konkrete Verkaufspreis nicht kommuniziert. Bei Carve-outs sind die Informationen hingegen durch die vorgeschriebenen Verkaufsprospekte und die nachfolgende Börsennotiz größenunabhängig erhältlich.[27]

Zur weiteren Einordnung der Größe der Desinvestitionsobjekte im Verhältnis zum desinvestierenden Konzern wurde der Quotient der Umsätze bzw. der Mitarbeiterzahl von Desinvestitionsobjekt und Konzern berechnet.[28] Hier zeigt sich im Gegensatz zur absoluten Betrachtung, dass

[26] In diesen Fällen wurde auf Analystenschätzungen zurückgegriffen. Da diese aber nur eine grobe Orientierung bieten, können sie bei der Auswertung nicht verwendet werden. Auch bei vorhandenen Angaben bleibt zu beachten, dass die Trennung zwischen dem Kaufpreis für die Eigenkapitalanteile und den insgesamt vereinbarten Zahlungen, d.h. einschließlich der Rückzahlung von Verbindlichkeiten, oft nicht eindeutig ist.

[27] Für 6 angekündigte Carve-outs liegt kein Transaktionsvolumen vor, weil sie nicht durchgeführt wurden.

[28] Die Verfügbarkeit der Informationen über Umsatz und Mitarbeiterzahl war insbesondere bei älteren Transaktionen und bei nicht durchgeführten Transaktio-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

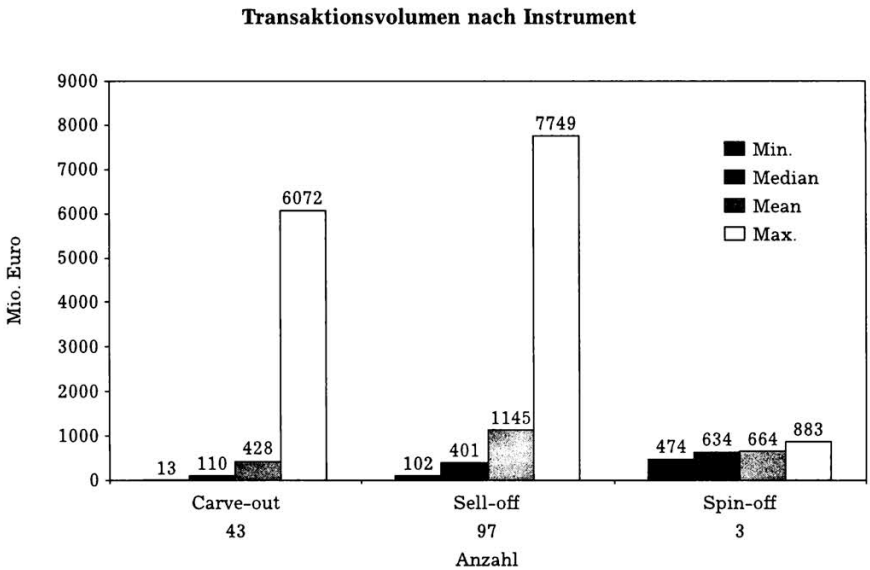


Abbildung 2: Transaktionsvolumina nach Desinvestitionsinstrumenten

Carve-outs mit einem Median von 9,7% beim Umsatzverhältnis bzw. 6,6% beim Mitarbeiterverhältnis relativ größer sind als die Sell-offs dieser Stichprobe mit einem Median-Anteil von 2,1% (Umsatz) bzw. 2,4% (Mitarbeiter). Mittelwertvergleiche zwischen Sell-offs und Carve-outs für den Anteil am Umsatz (P-Wert 0,022) und an den Mitarbeitern (P-Wert 0,078) unterstreichen die Signifikanz dieser Differenz.

2. *Ankündigungseffekte bei Sell-offs und Carve-outs*

Bei einer Gesamtbetrachtung aller Desinvestitionsinstrumente über alle Jahre ergibt sich insgesamt eine signifikant positive Aktienkursreaktion von 0,2% bis 0,9%, je nach Länge der gewählten Event Windows. Die nachfolgende Tabelle 1 dokumentiert die kumulierten abnormalen Renditen (CAAR) über das Zeitfenster [–20;20]. Gerade die hoch signifikanten 0,4% am Ankündigungstag t = 0 (Median 0,3%) unterstreichen, dass Desinvestitionen auch in dieser Betrachtungsperiode zu positiven

nen durch fehlende Konzernabschlüsse/Zahlen auf Konzernbasis eingeschränkt. Bei Banken und Versicherungen ist zudem ein Umsatzverhältnis nicht darstellbar bzw. sinnvoll.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 1

CAAR und Median in den Sub-Zeitfenstern (alle Desinvestitionen)

Event Window	CAAR in %[a]	Z-Test	Median	p-Wert (Median)	% positiv
[–20;0]	0,684	0,615	–0,168	0,828	47,7
[–10;0]	0,983	1,255	0,199	0,290	55,3
[–5;0]	0,763***	2,588	0,318	0,113	54,3
[–2;0]	0,647***	2,931	0,013*	0,097	50,3
[–1;0]	0,545***	3,007	0,211**	0,016	57,8
{0}	0,448***	4,178	0,330***	< 0,001	59,8
[–1;1]	0,707***	3,457	0,308***	0,004	57,8
[–2;+2]	0,630***	2,562	0,322	0,193	52,8
[–5;+5]	0,719**	2,181	0,039	0,330	50,3
[–10;+10]	0,941*	1,398	0,375	0,179	55,3
[–20;+20]	0,204	0,575	0,233	0,748	50,8

[a] *** = signifikant auf 1%-Niveau; ** = signifikant auf 5%-Niveau; * = signifikant auf 10%-Niveau; Test nach Dodd/Warner (1983) bzw. Wilcoxon-Vorzeichen-Rangtest für den Median.

abnormalen Renditen führen. Diese Erkenntnis wird durch die abnormalen Renditen für das Fenster [–1;0], das auch Informationslecks am Tag vor der offiziellen Verkündigung erfasst, unterstützt.

Diese Ergebnisse stimmen in der Richtung überein mit Erkenntnissen zahlreicher anderer Untersuchungen, wenn auch die Höhe der Aktienkursreaktion hier eher geringer ausfällt. Diese kleiner werdenden Ankündigungseffekte entsprechen gleich gerichteten Tendenzen aus Untersuchungen von M & A-Transaktionen. So kommt Löffler (2001) für deutsche Desinvestitionen der Jahre 1985 bis 1996 zu deutlich höheren abnormalen Renditen (2,1%) für ein langes Fenster [–30;+10], allerdings zu insignifikanten Renditen direkt um die konkrete Ankündigung.[29] Löffler (2001) ermittelt zusätzlich deutliche Reaktionen zu früheren Zeitpunkten. Dies lässt vermuten, dass die ermittelten abnormalen Renditen dieser Untersuchung nicht die vollständige Kursreaktion auf die Desin-

[29] Vgl. *Löffler* (2001), S. 190 ff. Dabei weist ihre Stichprobe 143 Transaktionen auf. Eine Betrachtung der Transaktionen dieser Stichprobe, die vor 1997 stattgefunden haben, führt weiterhin zu signifikant positiven Renditen.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 2

Abnormale Renditen der Desinvestitionsinstrumente

Event-Window	Carve-out (N = 49)		Spin-off (N = 3)		Sell-off (N = 147)	
	CAAR in %	Median	CAAR in %	Median	CAAR in %	Median
[–20;0]	2,446	–1,439	3,873*	11,530	0,032	–0,056
[–10;0]	2,860*	0,145	–1,180	4,076	0,402	0,199
[–5;0]	1,754**	1,161	–1,454	4,452	0,477**	0,110
[–2;0]	1,631***	0,160	–1,488	2,449	0,362**	–0,142
[–1;0]	1,557***	0,692**	–4,016	–0,333	0,300**	0,143
{0}	1,083***	0,724***	–4,808***	–0,948	0,344***	0,282**
[–1;1]	1,197*	0,648*	–4,916**	–2,837	0,658***	0,222**
[–2;+2]	1,040*	0,477	–1,942	3,316	0,546**	0,151
[–5;+5]	1,430**	0,663	0,437	2,888	0,488*	–0,042
[–10;+10]	2,298	0,280	–2,202	0,410	0,553	0,391
[–20;+20]	0,943	–0,207	2,596	8,240	–0,091	0,387

[a] *** = signifikant auf 1%-Niveau; ** = signifikant auf 5%-Niveau; * = signifikant auf 10%-Niveau, Test nach Dodd/Warner (1983) bzw. Wilcoxon-Vorzeichen-Rangtest für den Median.

vestitionen erfassen, sondern ein Teil der Reaktion schon weit vor der Bekanntgabe infolge von konkret geäußerten Verkaufsabsichten, Gerüchten etc. vorweggenommen wurde.[30] Bei einer Unterteilung der Desinvestitionen nach Sell-off, Carve-out und Spin-off ergeben sich in den letzten Jahren die in der Tabelle 2 dargestellten abnormalen Renditen.

Die Ergebnisse zu den Spin-offs sind bei nur 3 Transaktionen kaum interpretierbar, erscheinen hier nur der Vollständigkeit halber und werden nachfolgend aus der Betrachtung ausgeblendet. Carve-outs und Sell-offs weisen am Ankündigungstag signifikant positive Überrenditen von 1,1% bzw. 0,3% auf. Auch in anderen Zeiträumen um die Ankündigung sind positive abnormale Renditen zu beobachten.

[30] *Boone/Mulherin* (2001), S. 5 ff., ermitteln ebenfalls deutliche abnormale Renditen (bis zu 13,77% im Fenster [–5;5]) für eine frühe Ankündigung, die eine mögliche Veräußerung einer Einheit beinhaltet, ohne aber schon den Status eines Letter of Intent erreicht zu haben.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

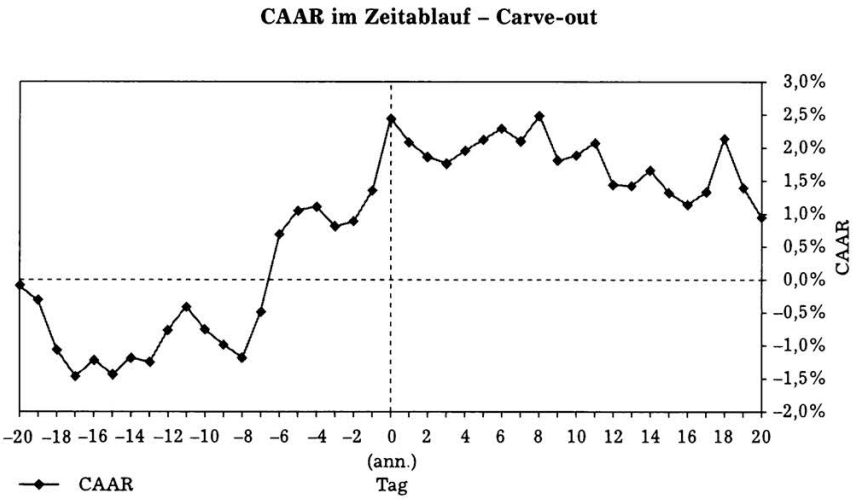


Abbildung 3: Verlauf des CAAR für Carve-outs

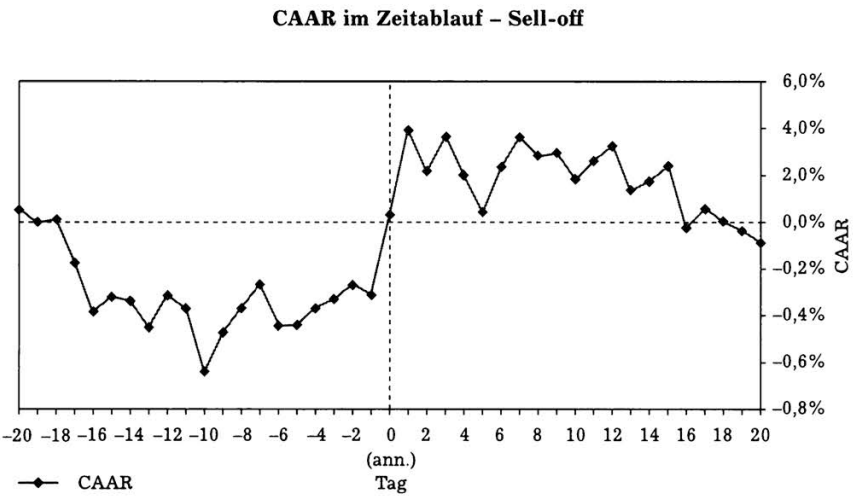


Abbildung 4: Verlauf des CAAR für Sell-offs

Abbildung 3 und Abbildung 4 visualisieren den Verlauf der CAAR im Event Window getrennt für Carve-outs und Sell-offs. Wie schon bei der aggregierten Betrachtung aller Desinvestitionen ist die Aktienkursreak-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

tion bei Sell-offs mit ca. 0,3 % im Fenster [–1;0] gegenüber der Evidenz anderer Studien schwächer ausgeprägt.

Die abnormale Rendite für Carve-outs von ca. 1,6 % im Fenster [–1;0] bewegt sich in der Größenordnung amerikanischer Evidenz. Für *deutsche Carve-outs* stellt Löffler (2001) im kurzen Zeitraum direkt um die Ankündigung zwar nur eine schwach signifikant positive Rendite von 0,86 % fest, bei umfassenderer Betrachtung wird daraus aber im Fenster [–30;+10] eine hohe abnormale, signifikante Rendite von 7,05 %.[31] Elsas/Löffler (2001) kommen für Carve-outs zu einer mit dieser Studie fast identischen signifikanten abnormalen Rendite von 1,08 % am Ankündigungstag und deutlich höheren abnormalen Renditen von 3,98 % bzw. 4,05 % für die Fenster [–5;+5] und [–10+10].[32] Die Ergebnisse von Pellens (1993), der für Carve-outs signifikant negative abnormale Renditen ermittelt, sind mit dieser Untersuchung nicht vergleichbar, da dort als Ereigniszeitpunkt der Börsenzulassungsantrag angesetzt wird. Gleiches gilt für Kaserer/Ahlers (2000), die positive abnormale Renditen bei Carve-outs berechnen.

Löffler (2001) ermittelt für einen mit dieser Untersuchung vergleichbaren Ereigniszeitpunkt („Benennung des Erwerbers"/Letter of Intent) für *deutsche Sell-offs* je nach Fenster sowohl schwach positive als auch schwach negative abnormale Renditen, die aber nicht signifikant sind. Nur für ein sehr breites Fenster [–30;+10] erhält sie eine auf 10 %-Niveau signifikante abnormale Rendite von 1,13 %. Dieser Gegensatz zu den hoch signifikanten Ergebnissen dieser Arbeit direkt um die Ankündigung herum mag an der ggf. genaueren Bestimmung des Ankündigungszeitpunktes durch erfolgreicheres Presseresearch in RBB liegen; Löffler (2001) verweist auf eine Lückenhaftigkeit ihrer Quelle (Lexis-Nexis bzw. Akten des Bundeskartellamtes). Außerdem ist die Informationsdichte über Transaktionen der jüngeren Vergangenheit, in der die meisten Desinvestitionen dieser Stichprobe stattgefunden haben, deutlich höher als in den frühen 90er- oder 80er-Jahren, die von Löffler (2001) untersucht werden.

Die Differenzen in den Überrenditen von Sell-offs und Carve-outs sind für die Fenster [–1;0] und {0} klar signifikant (P-Wert 0,039 bzw. 0,084). Dieser Unterschied zwischen Carve-outs und Sell-offs entspricht der Evidenz bei Löffler (2001). Zur Interpretation dieser Erkenntnis wurden bereits verschiedene Argumentationen vorgestellt. Gerade vor dem Hin-

31 Vgl. *Löffler* (2001), S. 193 (Tabelle A3).
32 Vgl. *Elsas/Löffler* (2001), S. 15 f.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

tergrund der US-amerikanischen Evidenz von Schill/Zhou (2001) kann auch hier bei zahlreichen Carve-outs am Neuen Markt bzw. im Hochtechnologiebereich eine temporäre Fehlbewertung der Börsenneulinge (nicht der Konzernmütter) keinesfalls ausgeschlossen werden. Weitere Untersuchungen werden hier Aufschluss geben müssen. Zusätzliche Analysen auf eine zeitliche oder branchenbezogene Clusterung der Überrenditen brachten keinen neuen Aufschluss.

3. Einflussfaktoren für die abnormalen Renditen

Im nächsten Schritt soll nun versucht werden, die Höhe der beobachteten abnormalen Renditen zu erklären. Dazu werden multiple Regressionsanalysen mit den in der nachfolgenden Tabelle 3 aufgeführten erklärenden Variablen bzw. Kontrollvariablen durchgeführt.[33] Die Auswahl dieser Variablen erfolgt vor allem in Anlehnung an schon vorliegende Untersuchungen, um eine Vergleichbarkeit der Ergebnisse zu gewährleisten. Ergänzend werden Mittelwertvergleiche und univariate Regressionen zur Überprüfung genutzt.

Die Variable „Anzahl" wurde als Kontrollvariable für die Erfahrung des jeweiligen Konzerns mit Desinvestitionen aufgenommen. Ebenso soll die Dummy-Variable „Vor_97", die eine Trennung in Transaktionen vor und ab 1997 vollzieht, mögliche Veränderungen im Zeitablauf erfassen. Dabei bietet sich das Jahr 1997 zur Unterteilung an, da 1997 der Neue Markt startete und die Kapitalmarktbedingungen dadurch verändert wurden.

Es wird direkt auf die „Stepwise"-Vorgehensweise bei der Ermittlung der multiplen Regression zurückgegriffen, wobei ein Signifikanzniveau von 0,15 als Kriterium für die Aufnahme in die Regression gewählt wurde.[34] Für Carve-outs wurden sämtliche in Tabelle 3 genannten Variablen (außer Carve_ja) verwendet. Für die Sell-offs wurden noch 3 zusätzliche Dummy-Variablen für die Aspekte der Art des Käufers (Pequi_ja),

---

[33] Alle Regressionen wurden auf Autokorrelation und Multikollinearität überprüft. Sofern nicht anders angegeben, wurde kein Verstoß gegen diese Prämissen für eine lineare Regression festgestellt. Die Problematik der möglichen Heteroskedastizität wurde durch die Regression auf die standardisierten abnormalen Renditen gemildert, vgl. hierzu *Löffler* (2001), S. 155; *Stickel* (1985), S. 132. Für die Einbeziehung der Transaktionen wurde das Verfahren „pairwise" gewählt, sodass eine Transaktion nur dann ausgeschlossen wurde, wenn sie bei allen Variablen keinen Wert aufweist.

[34] Zur Stepwise-Vorgehensweise vgl. *Backhaus/Erichson/Plinke/Weiber* (2000), S. 55 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 3

Variablen in der multiplen Regression

Variablenname	Beschreibung	Art der Variable
NACE-re1	Reduktion der Anzahl der NACE-Codes in der 1. Stelle ja/nein	Dummy [0;1]
NACE#1	Anzahl der NACE-Codes in der 1. Stelle	Metrisch
Carve_ja	Carve-out ja/nein	Dummy [0;1]
Lossd	Verlust des Desinvestitionsobjektes ja/nein[35]	Dummy [0;1]
V_se	Anteil der Finanzverbindlichkeiten (Bankkredite und Anleihen o. ä.) an der Bilanzsumme des Konzerns	Metrisch
Roe_se	Eigenkapitalrendite des Konzerns ($J/((Ek_t + Ek_{t-1})/2)$	Metrisch
Size_per	Anteil der Mitarbeiter des Desinvestitionsobjektes an der Gesamtmitarbeiterzahl	Metrisch (Kontrollvariable für Größe)
Forced	Unfreiwilliger Verkauf (Kartellauflage) ja/nein	Dummy [0;1]
Anzahl	Anzahl der Transaktionen des Verkäufers in Summe in der gesamten Stichprobe	Metrisch
Vor_97	Zeitpunkt der Transaktion vor 1997 ja/nein	Dummy [0;1]
DO_GER	Sitz des Desinvestitionsobjektes Deutschland ja/nein	Dummy [0;1]

JÜ = Jahresüberschuss, EK = Eigenkapital, bei Dummy-Variablen 0 = nein, 1 = ja

des Einflusses der Preisbekanntgabe (Price_an) und der Wirkung des Zahlungsmittels (Cash_ja) in die Regressionen aufgenommen. Tabelle 4 erläutert die drei zusätzlichen Dummy-Variablen für Sell-offs.

Die Regressionen zeichnen ein nach Carve-out und Sell-off differenziertes Bild zur Erklärung der abnormalen Renditen. Das Größenverhältnis (Size_per) und/oder die Finanzverbindlichkeiten (V_se) liefern einen sehr hohen Erklärungsbeitrag von bis zu 39,4 % für die abnormalen Renditen bei *Carve-outs*. Die positiven Vorzeichen zeigen an, dass die abnormale Rendite mit der Größe und der Höhe der Finanzverschuldung an-

[35] Basis ist das Betriebsergebnis oder allgemeinere Presseangaben („arbeitet mit Gewinn" etc.).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 4

Zusätzliche Dummy-Variablen für multiple Regressionen bei Sell-offs

Variablenname	Beschreibung	Art der Variable
Pequi_ja	Käufer Private Equity ja/nein	Dummy [0;1]
Price_an	Bekanntgabe des Verkaufpreises ja/nein	Dummy [0;1]
Cash_ja	Zahlung des Kaufpreises bar ja/nein	Dummy [0;1]

Dummy-Variablen 0 = nein, 1 = ja

steigt. Tabelle 5 gibt Auskunft über die Regressionsmodelle in ausgewählten Zeitabschnitten für Carve-outs. Die Ergebnisse in den nicht aufgeführten Zeitfenstern sind vergleichbar bzw. führen zur gleichen Interpretation wie die hier angegebenen Regressionsmodelle.

Tabelle 5

Regressionsanalysen für Carve-outs mit Stepwise-Prozedur (Teil 1)

Variable	[–10,0]		[–2,0]		[–1,0]	
	Parameter	P-Wert	Parameter	P-Wert	Parameter	P-Wert
Konstante	–0,412		–0,795**	0,015	–0,571***	0,003
NACE-re1						
NACE#1						
Lossd						
V_se	2,877**	0, 024	3,949***	< 0,000	4,134***	< 0,000
Roe_se						
Size_per			2,943	0,108	4,539**	0,017
Forced						
Anzahl						
Vor_97						
DO_GER						
Pequi_ja						
Price_an						
Cash_ja						
Adj. R^2	0,115		0,334		0,394	
F-Test		0,024		< 0,000		< 0,000

*** = signifikant auf 1%-Niveau; ** = signifikant auf 5%-Niveau; * = signifikant auf 10%-Niveau.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 5

Regressionsanalysen für Carve-outs mit Stepwise-Prozedur (Teil 2)

Variable	{0}		[–1,1]		[–10,10]	
	Parameter	P-Wert	Parameter	P-Wert	Parameter	P-Wert
Konstante	–0,152	0,691	–0,742	0,007	–0,952**	0,034
NACE-re1						
NACE#1					0,175	0,113
Lossd						
V_se	2,770*	0,060	3,922***	0,003	2,922**	0,010
Roe_se						
Size_per			3,812*	0,096		
Forced						
Anzahl						
Vor_97						
DO_GER						
Pequi_ja						
Price_an						
Cash_ja						
Adj. R^2	0,074		0,250		0,160	
F-Test		0,060		0,003		0,021

*** = signifikant auf 1%-Niveau; ** = signifikant auf 5%-Niveau; * = signifikant auf 10%-Niveau.

Die hohe Bedeutung des Anteils der Finanzverbindlichkeiten beim desinvestierenden Konzern mag überraschen, insbesondere auch vor dem Hintergrund, dass sie ausschließlich für Carve-outs gilt. Bei Sell-offs liefern die Finanzverbindlichkeiten keinen signifikanten Erklärungsbeitrag zum Ankündigungseffekt. Eine fundierte Erklärung dieses asymmetrischen Befunds steht noch aus.

Im Hinblick auf die Größenabhängigkeit stimmen die Ergebnisse mit der Beobachtung von Klein (1986) für Sell-offs überein,[36] widersprechen

[36] Vgl. *Klein* (1986), S. 689 ff.; aber auch *Miles/Rosenfeld* (1983), S. 1602 ff.; *Hite/Owers* (1983), S. 428 ff.; *Hearth/Zaima* (1984), S. 14 f.; *Wang* (2000), S. 16; *Kaiser/Stouraitis* (2001), S. 332 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 6

Regressionsanalysen für Sell-offs mit Stepwise-Prozedur (Teil 1)

Variable	[–10,0]		[–5,0]		[–2,0]	
	Parameter	P-Wert	Parameter	P-Wert	Parameter	P-Wert
Konstante	–0,142	0,170	0,339	0,211	–0,017	0,876
NACE-re1						
NACE#1						
Lossd						
V_se						
Roe_se						
Size_per	3,013***	0,007	2,217*	0,051	2,429**	0,036
Forced						
Anzahl						
Vor_97						
DO_GER			–0,460*	0,060		
Pequi_ja						
Price_an						
Cash_ja						
Adj. R^2	0,072		0,058		0,040	
F-Test		0,007		0,032		0,036

*** = signifikant auf 1%-Niveau; ** = signifikant auf 5%-Niveau; * = signifikant auf 10%-Niveau.

aber Löffler (2001) für eine gemischte Stichprobe aus Carve-outs und Sell-offs und Elsas/Löffler (2001), die speziell Carve-outs betrachten.

Eine Untersuchung der *Sell-offs* auf erklärende Variablen führt zu weniger deutlichen Ergebnissen. Tabelle 6 führt die Regressionen für verschiedene Zeitfenster auf. Für das Fenster [–1,1] lagen keine signifikanten Regressionskoeffizienten vor, sodass im Rahmen der Stepwise-Prozedur keine Regressionsgleichung ermittelt werden konnte.[37]

Der Größeneffekt – gemessen über den Anteil an den Mitarbeitern des Gesamtkonzerns (Size_per) – besitzt weiterhin eine erhebliche Erklärungskraft und ist in 7 von 10 Zeitfenstern, für die überhaupt Regressio-

[37] Die Regressionskoeffizienten erreichten alle kein Signifikanzniveau von 0,15, das als Grenze für die Aufnahme in die Regressionsgleichung definiert wurde.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 6

Regressionsanalysen für Sell-offs mit Stepwise-Prozedur (Teil 2)

Variable	[–1,0]		{0}		[–2,2][a]	
	Parameter	P-Wert	Parameter	P-Wert	Parameter	P-Wert
Konstante	0,496**	0,025	–1,074**	0,019	0,027	0,844
NACE-rel						
NACE#1						
Lossd			0,616**	0,028		
V_se						
Roe_se			1,328**	0,028		
Size_per					2,290	0,109
Forced						
Anzahl						
Vor_97						
DO_GER	–0,469*	0,076				
Pequi_ja						
Price_an						
Cash_ja			1,047**	0,019		
Adj. R^2	0,026		0,081		0,019	
F-Test		0,076		0,019		0,109

*** = signifikant auf 1 %-Niveau; ** = signifikant auf 5 %-Niveau; * = signifikant auf 10 %-Niveau.

[a] Es liegt Autokorrelation vor (Durbin/Watson Wert 2,478).

nen ermittelt werden konnten, enthalten.[38] Dieses Ergebnis entspricht breiter empirischer Evidenz.[39] Der Erklärungsgehalt der Regressionen ist allerdings deutlich niedriger als für Carve-outs. Die Bestimmtheitsmaße liegen alle unter 9 %.

Der Anteil der Finanzverbindlichkeiten hat in keinem Zeitfenster einen signifikanten Einfluss auf die (standardisierten) abnormalen Ren-

[38] Das Fenster [–20,0] ist in Tabelle 6 nicht abgebildet. Für dieses wird nur die Größenvariable (Size_per) in die Regression aufgenommen. Der P-Wert liegt bei 0,006 und das adjustierte Bestimmtheitsmaß bei 7,6 %.

[39] Vgl. *Klein* (1986), S. 689 ff.; *Miles/Rosenfeld* (1983), S. 1602 ff.; *Hite/Owers* (1983), S. 428 ff.; *Hearth/Zaima* (1984), S. 14 f.; *Wang* (2000), S. 16; *Kaiser/Stouraitis* (2001), S. 332 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 6

Regressionsanalysen für Sell-offs mit Stepwise-Prozedur (Teil 3)

Variable	[–5,5]		[–10,10]		[–20,20]	
	Parameter	P-Wert	Parameter	P-Wert	Parameter	P-Wert
Konstante	0,313	0,136	–0,039	0,682	–0,287	0,068
NACE-rel						
NACE#1						
Lossd			1,738*	0,081		
V_se						
Roe_se						
Size_per	1,857*	0,097			2,011**	0,033
Forced						
Anzahl					0,016*	0,085
Vor_97						
DO_GER	–0,408*	0,091				
Pequi_ja						
Price_an						
Cash_ja						
Adj. R^2	0,039		0,024		0,046	
F-Test		0,071		0,081		0,052

*** = signifikant auf 1%-Niveau; ** = signifikant auf 5%-Niveau; * = signifikant auf 10%-Niveau.

diten der Sell-offs. Dieses Ergebnis liegt zwischen den Befunden von Afshar/Taffler/Sudarsanam (1992) sowie Lasfer/Sudarsanam/Taffler (1996), die einen positiven Zusammenhang feststellen, und von Sicherman/Pettway (1992) sowie Hearth/Zaima (1984), die einen negativen Zusammenhang zwischen abnormaler Rendite und Verschuldung ermitteln.

Tabelle 6 zeigt zudem, dass die Variable DO_GER, die zwischen deutschen und ausländischen Desinvestitionsobjekten unterscheidet, nun in den Fenstern [–5; 0], [–1;0] und [–10;10] jeweils auf 10%-Niveau signifikant ist. Das negative Vorzeichen besagt, dass die Veräußerung von deutschen Desinvestitionsobjekten zu geringeren abnormalen Renditen führt als das Abstoßen ausländischer Beteiligungen. Ereignisstudien zu diesem Aspekt liegen zum Vergleich nicht vor. Zu dem Ergebnis passt aber die

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Beobachtung von Denis/Denis/Yost (2002), die einen Conglomerate-Discount bei geographischer Diversifikation feststellen. Es ist zumindest nahe liegend, dass geographische Diversifikation besser von den Anteilseignern selbst durchgeführt werden kann als vom Konzern, der unter hohen Koordinationskosten (erhöhte Gefahr von Management Entrenchment) bei ausländischen Beteiligungen leiden kann.[40] Im Umkehrschluss wird dann eine Veräußerung ausländischer Beteiligungen, über die zudem oft nur relativ wenig Informationen vorliegen (Sprachbarrieren etc.), positiv aufgenommen.

Die Regressionsanalysen zeigen außerdem für den Ankündigungstag {0} signifikant positive Regressionskoeffizienten für die Variablen Roe_se und Lossd sowie einen positiven Einfluss der Zahlungsart (Cash_ja) an. Am Ankündigungstag ist der Größeneffekt, im Gegensatz zu den Zeitfenstern [–10;0], [–5,0], [–2,0], [–5,5] und [–20,20] nicht mehr nachweisbar. Die Variable Lossd ist auch die einzig signifikante für den Zeitraum [–10,10]. Diese Ergebnisse können als Indikator gewertet werden, dass das Abstoßen von Verlustbringern positiv vom Kapitalmarkt aufgenommen wird.

Es bleibt für Sell-offs eine Erklärungswirkung des Größenverhältnisses sowie der Relevanz der Ergebnissituation des Desinvestitionsobjektes festzuhalten. Deutsche Desinvestitionsobjekte scheinen – wie sich an drei Zeitfenstern zeigt – signifikant schlechtere abnormale Renditen zu erzielen als ausländische Sell-offs. Im Sinne einer Handlungsempfehlung für das Management der Konzernspitze heißt dies aber nicht unbedingt, dass nur/erst bei Verlusten des Desinvestitionsobjektes desinvestiert werden sollte, wie es das positive Vorzeichen der Variable Lossd suggeriert. Denn es ist zu berücksichtigen, dass die negativen Ergebnisse der verlustbringenden Einheiten im Vorfeld der Desinvestition das bilanzielle Ergebnis und damit auch den Aktienkurs beeinflussen. Da die Unternehmen, die den Desinvestitionszeitpunkt zu spät wählen, eine besonders große (potenzielle/erwartete) Ergebnisbelastung durch das Desinvestitionsobjekt erleiden und daher deutliche Bewertungsabschläge am Kapitalmarkt verzeichnen, schneidet die Reaktion auf derartige Desinvestitionen positiver ab.

Abschließend zeigt Tabelle 7 die in den multiplen Regressionen ermittelten Wirkungsvariablen getrennt nach Carve-out und Sell-off nochmals auf. Dabei werden alle Variablen aufgeführt, die in mindestens einer der Regressionen aufgenommen wurden. Lag der P-Wert des Regressionsko-

40 Vgl. *Denis/Denis/Yost* (2002), S. 1954 f.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 7

Wirkungsvariablen für Carve-out und Sell-off in multiplen Regressionsanalysen

Variable	Carve-out	Sell-off
Größe (Size_per)	⊕⊕	⊕⊕
Finanzverschuldung (V_se)	⊕⊕	–
Verlust DO (Lossd)	–	⊕⊕
Rendite Konzern (ROE_se)	–	⊕
Diversifikationsgrad (NACE#1)	⊕/?	–
Land DO (DO_GER)	–	⊖⊖
Anzahl Desinvestitionen (Anzahl)	–	⊕/?
Barzahlung (Cash_ja)	n. r.	⊕
Maximales adjustiertes R^2	39,4 %	8,1 %

⊕/⊕⊕ positiver Zusammenhang (je höher, desto höher) in einer/mehreren Regressionen; ⊖/⊖⊖ negativer Zusammenhang (je höher, desto niedriger) in einer/mehreren Regressionen; – kein Zusammenhang feststellbar; ? = Einfluss infolge geringer Signifikanz fraglich; DO = Desinvestitionsobjekt; n. r. = nicht relevant, da Definition der Variable einen Test bei Carve-outs nicht sinnvoll erscheinen lässt.

effizienten über 0,1, wird der erhebliche Zweifel am Einfluss der Variable durch ein Fragezeichen kenntlich gemacht. Die Variablen, die in mehreren Regressionen vertreten sind, erhalten ein doppeltes Minus- oder Pluszeichen, das die Richtung des Zusammenhangs anzeigt. Außerdem wird das jeweils höchste ermittelte adjustierte Bestimmtheitsmaß angegeben, um den maximalen Gesamterklärungsgehalt für die abnormale Rendite darzustellen.

Eine zusätzliche univariate Regression gibt noch Hinweise auf den Einfluss der „Art des Käufers" bei Sell-offs. Es kann vermutet werden, dass im Falle von Sell-offs bei strategischen Investoren als Käufer eine höhere Aktienkursreaktion erfolgt, als dies für Finanzinvestoren (Private Equity) als Käufer der Fall ist. Dies wird begründet mit der Möglichkeit, an den Synergien eines strategischen Käufers über den Kaufpreis zu partizipieren. Ein Mittelwertvergleich zwischen strategischen und Finanzinvestoren zeigt für die beiden Gruppen mit den relevanten 140 Sell-offs deutliche Differenzen.[41]

[41] Die übrigen 7 Sell-offs sind Verkäufe an den Staat oder Familien sowie die Veräußerung über die Börse, bei denen der Konzern vorher keine Eingliederungsmehrheit nach §320 AktG hatte.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 8

Mittelwertvergleich der CAAR für strategische Käufer und Finanzinvestoren

Event Window	CAAR in % Strateg. Käufer N = 119[a]	CAAR in % Finanzinvestor N = 21[a]	CAAR Differenz (%)[a]	T-Test (2-seitig)	P-Wert
[–20;0]	–0,399	1,488	–1,886[b]	–1,547	0,124
[–10;0]	–0,122	1,549	–1,671*	–1,710	0,090
[–5;0]	0,241	1,770**	–1,529*	–1,831	0,069
[–2;0]	0,195*	1,580**	–1,385**	–2,289	0,024
[–1;0]	0,182*	1,512***	–1,330**	–2,530	0,013
{0}	0,271**	1,264***	–0,992[b]	–1,590	0,125
[–1;1]	0,603***	1,515**	–0,912	–1,250	0,213
[–2;+2]	0,361**	1,683**	–1,323[b]	–1,326	0,187
[–5;+5]	0,187	2,125**	–1,937[b]*	–1,659	0,099
[–10;+10]	0,248	0,946	–0,698	–0,570	0,569
[–20;+20]	0,029	0,124	–0,095	–0,055	0,956

[a] *** = signifikant auf 1%-Niveau; ** = signifikant auf 5%-Niveau; * = signifikant auf 10%-Niveau, Test nach Dodd/Warner (1983) bzw. einfacher T-Test. [b] Abweichungen in Differenzberechnung aufgrund von Rundungen.

Wie Tabelle 8 zeigt, bestehen signifikante Differenzen insbesondere für das Fenster [–1;0], aber auch für die Perioden [–10;0], [–5;0] und [–2;0]. Überraschenderweise ist aber die abnormale Rendite für Finanzinvestoren in diesem Fenster mit 1,5% signifikant höher als für strategische Investoren mit 0,2% (P-Wert für die Differenz 0,013). Dies passt zu der Beobachtung für viele Private-Equity-Transaktionen der vergangenen Jahre, wo strategische Investoren deutlich überboten wurden.[42] Geht man davon aus, dass der Kapitalmarkt tendenzielle Überbewertungen durch Finanzinvestoren antizipiert, sind die obigen Ergebnisse plausibel.

Weitere Mittelwertvergleiche und Einfach-Regressionen zur Untersuchung möglicher Einflussfaktoren (entsprechend der Variablen der multiplen Regression) führten zu keinen signifikanten Erkenntnissen. Insbesondere scheint der Diversifizierungsgrad bzw. dessen Veränderung keine Rolle zu spielen.

42 Vgl. *Döhle/Papendick* (2002), S. 111 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

V. Zusammenfassung und Ausblick

Aktienkursreaktionen auf Desinvestitionsankündigungen sind in den letzten Jahren in Deutschland durchschnittlich eindeutig positiv gewesen. Desinvestitionen sind somit – zumindest bzgl. des Ankündigungseffektes – wertschaffend. Dies gilt insbesondere für Carve-outs, aber auch für Sell-offs, wenn auch in signifikant niedrigerer Höhe. Eine Clusterung der Aktienkursreaktionen nach Branchen oder Zeiträumen konnte nicht festgestellt werden.

Diese Unterlegung theoretischer Überlegungen, die erklären, warum Desinvestitionen wertschaffend sind, kann die eher normative Forderung eines aktiven Desinvestitionsmanagement unterstützen. Die systematische Überprüfung des Beteiligungsportfolios eines Konzerns und die frühzeitige Einleitung von Desinvestitionen sind – ebenso wie Akquisitionen – ein wichtiger Hebel zur Schaffung von Shareholder Value. Desinvestitionen können somit nicht nur eine Notlösung bei akutem Finanzbedarf des Konzerns, sondern ein proaktives Handeln zur Unternehmenswertsteigerung sein.

Literatur

Afshar, K. A./*Taffler,* R. J./*Sudarsanam,* P. S. (1992): The effect of corporate divestments on shareholder wealth: The UK experience, Journal of Banking and Finance, 16, 115–135. – *Amihud,* Yakov/*Lev,* Baruch (1981): Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, Bell Journal of Economics, 12, 605–617. – *Backhaus,* Klaus/*Erichson,* Bernd/*Plinke,* Wulff/*Weiber,* Rolf (2000): Multivariate Analysemethoden – Eine anwendungsorientierte Einführung, 9. Aufl., Berlin. – *Beitel,* Patrick/*Schiereck,* Dirk (2003): Value Creation at the Ongoing Consolidation of the European Banking Market. Working Paper, Universität Witten/Herdecke. – *Boone,* Audra L./*Mulherin,* J. Harold (2001): Valuing the process of corporate restructuring, Working Paper, Penn State University. – *Boudreaux,* Kenneth J. (1975): Divestiture and share price, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 10, 616–625. – *Bradley,* Michael/*Desai,* Anand/*Kim,* E. Han (1988): Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms, Journal of Financial Economics, 21, 3. – *Brown,* Stephen J./*Warner,* Jerold B. (1980): Measuring security price performance, Journal of Financial Economics, 8, 205–258. – *Brown,* Stephen J./*Warner,* Jerold B. (1985): Using daily stock returns, the case of event studies, Journal of Financial Economics, 14, 3–31. – *Bundesministerium der Finanzen* (1997): Umwandlungssteuergesetz – Zweifels- und Auslegungsfragen, Sitzung der obersten Finanzbehörden des Bundes und der Länder vom 24. bis 26. November 1997, Bonn. – *Copeland,* Thomas E./*Lemgruber,* Eduardo F./*Mayers,* David (1987): Corporate spinoffs: multiple announcements and ex-date abnormal performance, Thomas E. Copeland (ed.), Modern Finance and Industrial Economics: Papers in Ho-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nor of J. Fred Weston, S. 114–137, New York. – *Datta,* Sudip/*Iskandar-Datta,* Mai/*Raman,* Kartik (2003): Value creation in corporate asset sales: The role of managerial performance and lender monitoring, Journal of Banking and Finance, 27, 351–375. – *Denis,* David J./*Denis,* Diane K./*Yost,* Keven (2002): Global diversification, industrial diversification, and firm value, Journal of Finance, 57, 1951–1979. – *Dodd,* Peter/*Warner,* Jerold B. (1983): On corporate governance – A study of proxy contest, Journal of Financial Economics, 11, 401–438. – *Döhle,* Patricia/*Papendick,* Ulrich (2002): Teure Lektion, Manager Magazin, 32, Heft 02/02, S. 111–119. – *Elsas,* Ralf/*Löffler,* Yvonne (2001): Equity carve-outs and corporate control in Germany, Working Paper Goethe-Universität Frankfurt. – *Fama,* Eugene F./*Fisher,* Lawrence/*Jensen,* Michael C./*Roll,* Richard (1969): The adjustment of stock prices to new information, International Economic Review, 10, 1–21. – *Franke,* Günter (1993): Stichwort „Agency-Theorie", in: Wittmann, Waldemar (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 1, 5. Aufl., Sp. 37–48. – *Gerke,* Wolfgang/*Garz,* Hendrik/*Oerke,* Marc (1995): Die Bewertung von Unternehmensübernahmen auf dem deutschen Aktienmarkt, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 47, 805–820. – *Hearth,* Douglas/*Zaima,* Janis K. (1984): Voluntary corporate divestitures and value, Financial Management, 13, 10–16. – *Hite,* Gailen L./*Owers,* James E. (1983): Security price reactions around corporate spin-off announcements, Journal of Financial Economics, 12, 409–436. – *Jain,* Prem C. (1985): The effect of voluntary sell-off announcements on shareholder wealth, Journal of Finance, 40, S. 209–224. – *Jansen,* Ansgar (1986): Desinvestitionen – Ursachen, Probleme und Gestaltungsmöglichkeiten, Frankfurt a.M./Bern/New York. – *Jansen,* Stephan A. (2001): Mergers & Acquisitions, 3. Aufl., Wiesbaden. – *Jensen,* Michael C. (1986): Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, American Economic Review, 76, 323–329. – *Kaiser,* Kevin M. J./*Stouraitis,* Aris (2001): Agency costs and strategic considerations behind sell-offs: the UK evidence, European Financial Management, 7, 319–349. – *Kang,* Heesam/*Diltz,* J. David (2000): Dividend announcements and the valuation effects of corporate divestiture, Journal of Financial and Strategic Decisions, 13, 25–37. – *Kaserer,* Christoph/*Ahlers,* Martin (2000): Kursreaktionen anläßlich der Börseneinführung von Tochterunternehmen – Signaling oder verbesserte Unternehmenskontrolle in Konzernen? Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 52, 537–570. – *Klein,* April (1986): The timing and substance of divestiture announcements: Individual, simultaneous and cumulative effects, Journal of Finance, 41, 685–696. – *Kothari,* S. P./*Warner,* Jerold B. (1997): Measuring long-horizon security price performance, Journal of Financial Economics, 43, 301–339. – *Krishnaswami,* Sudha/*Subramaniam,* Venkat (1999): Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision, Journal of Financial Economics, 53, 73–112. – *Lang,* Larry/*Poulsen,* Annette/*Stulz,* René M. (1995): Asset sales, firm performance, and the costs of managerial discretion, Journal of Financial Economics, 37, 3–37. – *Lasfer,* M. Ameziane/*Sudarsanam,* Puliyur/*Taffler,* Richard J. (1996): Financial distress, asset sales, and lender monitoring, Financial Management, 25, No. 3, 57–66. – *Löffler,* Yvonne (2001): Desinvestitionen durch Verkäufe und Börseneinführungen von Tochterunternehmen – Eine empirische Untersuchung der Bewertung am deutschen Kapitalmarkt, Lohmar/Köln. – *Meyer,* Margaret/*Milgrom,* Paul/*Roberts,* John (1992): Organizational prospects, influence costs, and ownership changes, Journal of Economic and Management Strategy, 1, 9–35. – *Miles,* James A./*Rosenfeld,* James D.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

(1983): The effect of voluntary sell-off announcements on shareholder wealth, Journal of Finance, 38, 1597–1606. – *Nanda,* Vikram (1991): On the Good News in Equity Carve-Outs, Journal of Finance, 46, 1717–1737. – *Neave,* H. R./*Worthington,* P. L. (1988): Distribution-free tests, London. – *Picot,* Gerhard (2000): Mergers & acquisitions in Germany, 2. ed., New York. – *Pellens,* Bernhard (1993): Börseneinführung von Tochterunternehmen – Aktienmarktreaktionen auf die Performance des Mutterunternehmens, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 45, 852–872. – *Rajan,* Raghuram G./*Zingales,* Luigi (2000): The Tyranny of the inequality: An enquiry into the adverse consequences of power struggles, Journal of Public Economics, 76, 521–558. – *Rockholtz,* Carsten (1999): Marktwertorientiertes Akquisitionsmanagement – Due-diligence-Konzeption zur Identifikation, Beurteilung und Realisation akquisitionsbedingter Synergiepotentiale, Frankfurt a.M. – *Rosenfeld,* James D. (1984): Additional evidence on the relation between divestiture announcement and shareholder wealth, Journal of Finance, 39, 1437–1448. – *Sagasser,* Bernd/*Bula,* Thomas/*Brünger,* Thomas R. (2000): Umwandlungen – Verschmelzung, Spaltung, Formwechsel, Vermögensübertragung, 2. Aufl., München. – *Scharfstein,* David S./*Stein,* Jeremy C. (2000): The dark side of internal capital markets: Divisional rent seeking and inefficient investment, Journal of Finance, 55, 2537–2564. – *Schill,* Michael J./*Zhou,* Chunsheng (2001): Pricing an emerging industry: Evidence from internet subsidiary carve-outs, Financial Management, Autumn 2001, 5–33. – *Schipper,* Katherine/*Smith,* Abbie (1986): A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings: Share price effects and corporate restructuring, Journal of Financial Economics, 15, 153–186. – *Schultze,* Georg (1998): Der spin-off als Konzernspaltungsform, Frankfurt am Main u.a. – *Shleifer,* Andrei/*Vishny,* Robert W. (1989): Management entrenchment: The case of manager-specific investments, Journal of Financial Economics, 25, 123–139. – *Sicherman,* Neil W./*Pettway,* Richard H. (1992): Wealth effects for buyers and sellers of the same divested assets, Financial Management, 21, 119–128. – *Stickel,* Scott E. (1985): The Effect of value line investment survey rank changes on common stock prices, Journal of Financial Economics, 14, 121–143. – *Stienemann,* Marc (2003): Wertsteigerung durch Desinvestitionen, Göttingen. – *Veld,* Chris/*Veld-Merkoulova,* Yulia V. (2003): Do spin-offs really create value?: The European case, forthcoming in Journal of Banking and Finance. – *Vijh,* Anand M. (2002): The positive announcement-period returns of equity carve-outs: Asymmetric information or divestiture gains? Journal of Business, 75, 153–190. – *Wang,* Han-Min (2000): The wealth effects of voluntary foreign divestitures: The UK evidence, Working Paper University of Essex.

Zusammenfassung

Wertsteigerung durch Desinvestitionen bei großen deutschen Konzernen

Bei der hohen Aufmerksamkeit, die Fusionen und Akquisitionen in den letzten Jahren auf sich gezogen haben, blieb der Blick der Wissenschaft meist auf die Sicht des Käufers, dessen Synergiepotenziale und die Kapitalmarktreaktion bei der Aktie des Akquisiteurs gerichtet. Die Perspektive der Gegenseite, des Verkäu-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

fers, ist hingegen in Deutschland bislang kaum betrachtet worden. Neben dem Verkauf von Einheiten im Rahmen eines Sell-offs bieten sich in diesem Kontext insbesondere die Instrumente Carve-out und Spin-off.

Die Desinvestitionshäufigkeit ist im Laufe der 90er-Jahre deutlich angestiegen. Da auch in den schlechten Börsenjahren 2000 und 2001 viele Desinvestitionen stattgefunden haben, handelt es sich nicht nur um „Modeerscheinungen" infolge eines Börsenbooms. Sehr wenige Studien haben bisher versucht, mögliche Wertsteigerungen durch diese Desinvestitionen zu identifizieren und zu erklären. Hier setzt diese Analyse an.

Wir zeigen, dass Aktienkursreaktionen auf Desinvestitionsankündigungen eindeutig positive abnormale Renditen ergeben. Desinvestitionen sind – zumindest bzgl. des Ankündigungseffektes – wertschaffend. Dies gilt insbesondere für Carve-outs, aber auch für Sell-offs, wenn auch in signifikant niedrigerer Höhe. Eine Clusterung der Aktienkursreaktionen nach Branchen oder Zeiträumen konnte nicht festgestellt werden. (JEL G32, G34)

Summary

Value Increase by Way of Disinvestment by Large German Industrial Groups

Because of the great attention paid to mergers and acquisitions in the course of the last few years, the eyes of the academic world mostly focused on the visions of buyers and their synergy effect potentials as well as on the response of the capital market to the buyer side's shares. By contrast, the perspective of the other side – that of the seller – has hardly been analysed in Germany so far. Besides corporate unit sales within the framework of sell-offs, especially the carve-out and the spin-off instruments may be useful in this context.

The disinvestment frequency increased visibly in the course of the 1990s. Since the disastrous stock-exchange years of 2000 and 2001 saw many disinvestment cases as well, this trend in the wake of a stock-exchange boom cannot only be explained by the phenomenon of "fashionableness". Very few studies have hitherto attempted to identify and explain possible value increases in the wake of disinvestment. This is where the present article starts.

We show that share-price responses to disinvestment announcements have resulted in clearly positive abnormal yields. Disinvestment or at least its announcement effects creates value. This applies in particular to carve-outs as well as to sell-offs, though to a significantly smaller extent. There has not been any clustering of share-price responses by branches or by periods of time.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Résumé

Plus-value à la suite de désinvestissements pour les grands konzerns allemands

Ces dernières années, on a surtout attaché de l'importance aux fusions et acquisitions du point de vue de l'acheteur, des potentiels de synergie et de la réaction du marché des capitaux pour les actions des acquéreurs. La perspective du vendeur par contre a été à peine prise en compte en Allemagne. A côté de la vente d'unités dans le cadre d'un *sell-off,* on peut aussi considérer dans ce contexte les instruments du *carve-out* et du *spin-off.*

Les désinvestissements sont devenus de plus en plus fréquents dans les années 90. Comme il y a eu aussi beaucoup de désinvestissements dans les mauvaises années boursières de 2000 et 2001, il ne s'agit pas d'«effets de mode» suite à un boom boursier. Très peu d'études ont tenté jusqu'à présent d'identifier et d'expliquer les possibles plus-values produites par ces désinvestissements. C'est ce que cette analyse fera ici.

Les auteurs montrent que les réactions des cours des actions donnent clairement des rendements anormalement positifs lorsqu'on annonce des désinvestissements. Ceux-ci – du moins l'annonce de ceux-ci – entraînent des effets de plus-values. Ceci vaut particulièrement pour les *carve-out,* dans une mesure nettement moindre pour les *sell-off.* Un regroupement des réactions des cours des actions par secteurs ou par périodes n'a pas pu être constaté.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.37.3.353 | Generated on 2025-07-25 05:41:29
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/