

# **Wertsteigerung durch Desinvestitionen**

Inauguraldissertation

zur

Erlangung des Grades eines Doktors der Wirtschaftswissenschaft

der

Private Universität Witten/Herdecke gGmbH

im

Bereich der Wirtschaftswissenschaft

vorgelegt von:

Marc Stienemann

aus Münster

2003

## Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	VIII
Tabellenverzeichnis.....	XI
Abkürzungsverzeichnis.....	XIV
<b>1. PROBLEMSTELLUNG UND AUFBAU DER ARBEIT.....</b>	<b>1</b>
<b>2. THEORETISCHE GRUNDLAGEN.....</b>	<b>6</b>
2.1 SHAREHOLDER VALUE ALS ZIELSETZUNG DES UNTERNEHMENS.....	6
2.2 BETEILIGUNGSCONTROLLING IM KONZERN ALS AUSGANGSPUNKT.....	10
2.3 DESINVESTITIONEN ALS UNTERSUCHUNGSGEGENSTAND.....	f§~
2.3.1 Definition der Desinvestition.....	19
2.3.2 Desinvestitionsinstrumente im deutschen Umfeld.....	22
2.3.2.1 Rechtliche Grundlagen und Unterscheidungsmerkmale.....	22
2.3.2.2 Liquidation.....	26
2.3.2.3 Sell-off.....	28
2.3.2.4 Spin-off.....	30
2.3.2.5 Carve-out.....	34
2.3.2.6 Tracking Stock.....	38
2.3.2.7 Überblick über die Charakteristika der Desinvestitions- instrumente.....	;43
2.4 WERTSTEIGERUNG DURCH DESINVESTITIONEN.....	44
2.4.1 Wertsteigerungspotentiale als Entstehungsgrund für Konzerne.....	44
2.4.1.1 Überblick.....	44
2.4.1.2 Leistungswirtschaftliche Synergien.....	46
2.4.1.3 Finanzwirtschaftliche Synergien und Konglomerate.....	50
2.4.1.4 Weitere Wertquellen von Konzernen.....	56
2.4.1.5 Conglomerate Discount.....	60
2.4.2 Veränderte Rahmenbedingungen für Konzerne.....	69
2.4.2.1 Überblick.....	69
2.4.2.2 Weiterentwicklung des Kapitalmarktes.....	72
2.4.2.3 Deconstruction der Wertschöpfungskette.....	88

2.4.3	Principal Agent-Ansätze zur Erklärung wertschaffender Desinvestitionen.....	93
2.4.3.1	Grundlagen.....	93
2.4.3.2	Abbau der Ineffizienz und anderer Nachteile interner Kapitalmärkte.....	98
2.4.3.3	Verminderung der Agency-Kosten und Informationsasymmetrien zwischen Anteilseignern und der Konzernspitze.....	103
2.4.3.4	Weitere abgeleitete Hypothesen.....	113
2.4.4	Übersicht und Gruppierung der Hypothesen.....	119
2.5	AUSWAHL DES DESINVESTITIONSINSTRUMENTES.....	122
2.6	DURCHFÜHRUNG DER DESINVESTITION.....	126
<b>3.</b>	<b>EREIGNISSTUDIE DESINVESTITIONEN.....</b>	<b>131</b>
3.1	EINFÜHRUNG UND BISHERIGE UNTERSUCHUNGEN.....	131
3.2	UNTERSUCHUNGSMETHODIK.....	144
3.2.1	Ermittlung und Test abnormaler Renditen.....	144
3.2.2	Univariate Regressionen und multivariate Untersuchungsmethoden .....	150
3.3	DATENQUELLEN UND DATENAUSWAHL.....	153
3.3.1	Ermittlung relevanter Transaktionen und deren Merkmale.....	153
3.3.2	Gewinnung von Aktienkursreihen.....	158
3.3.3	Ermittlung von Jahresabschlussdaten und Diversifikationsgrad ....	159
3.4	EMPIRISCHE ERGEBNISSE.....	161
3.4.1	Vorgehensweise.....	161
3.4.2	Deskriptive Statistik.....	162
3.4.2	Univariate Untersuchung.....	170
3.4.2.1	Zeit- und Branchenclustering der Desinvestitionen und abnormalen Renditen.....	170
3.4.2.2	Aktienkursreaktionen auf (alle) Desinvestitionen und Wirkung der Diversifikation.....	178
3.4.2.3	Einfluss und Wirkung der Desinvestitionsinstrumente.....	185
3.4.2.4	Art des Käufers.....	192

3.4.2.5	Charakteristika des Desinvestitionsobjektes.....	194
3.4.2.6	Charakteristika des desinvestierenden Konzerns und deren Einfluss.....	196
3.4.2.7	Größeneffekte.....	201
3.4.2.8	Sonstige Ergebnisse.....	204
3.4.3	Überprüfung der univariaten Ergebnisse mittels multivariater Regressionsanalyse.....	207
3.4.3.1	Multivariate Regressionsanalyse für alle Desinvestitionen ....	208
3.4.3.2	Multivariate Regressionsanalyse getrennt für Carve-out und Sell-off.....	217
3.4.4	Zusammenfassung der Ergebnisse der Ereignisstudie.....	228
<b>4.</b>	<b>FALLSTUDIE HOECHST AG/AVENTIS S. A.....</b>	<b>234</b>
4.1	EINFÜHRUNG.....	234
4.2	VON DER FARBENFABRIK ZUM CHEMIEKONGLOMERAT ANFANG DER 90ER JAHRE.....	236
4.3	VERÄNDERTE RAHMENBEDINGUNGEN UND „AUFBRUCH 1994“.....	240
4.3.1	Entwicklung des Konzerns und Desinvestitionen zur Umstrukturierung.....	240
4.3.2	Aktienkursreaktionen auf Desinvestitionen der Hoechst AG.....	256
4.4	FUSION UND WEITERE FOKUSSIERUNG.....	261
4.4.1	Transaktionsstruktur, vorbereitende Maßnahmen und Ergebnisfolgen.....	261
4.4.2	Aktienkursreaktionen ab Aventis-Ankündigung.....	271
4.5	GESAMTBETRACHTUNG UND FAZIT.....	276
4.6	„EPILOG“.....	278

<b>5. UMSETZUNG DES DESINVESTITIONSMANAGEMENTS IN DEUTSCHLAND.....</b>	<b>280</b>
5.1 UNTERSUCHUNGSAUFBAU UND-UMFANG.....	280
5.2 DESINVESTITIONSHÄUFIGKEIT UND-VOLUMINA.....	281
5.3 DESINVESTITIONSENTSCHEIDUNG UND -VERANTWORTUNG.....	288
5.4 ERFOLGSMÄßSTAB, -BEURTEILUNG UND WESENTLICHE ERFOLGSFAKTOREN	298
5.5 ABSCHLIEßENDE BEURTEILUNG DER UMFRAGEERGEBNISSE.....	302
<b>6. ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK.....</b>	<b>303</b>
Anhang.....	310
Literaturverzeichnis.....	329