



# Divestments als Chance in der Krise

Eine empirische Studie zu  
Divestment-Trends und -Treibern  
in Deutschland, der Schweiz  
und Österreich







---

# Divestments als Chance in der Krise

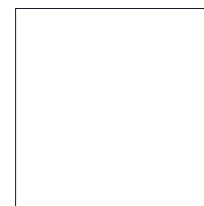
Eine empirische Studie zu Divestment-Trends und -Treibern  
in Deutschland, der Schweiz und Österreich

In Kooperation mit:

ECO

AUSTRIA  
INSTITUT FÜR  
WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

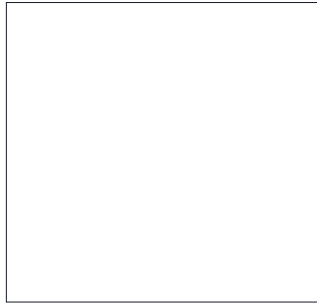
# Inhalt



---

Executive Summary	06
<b>1. Motivation und Hintergrund</b>	<b>10</b>
<b>2. Divestments und ihre Beweggründe</b>	<b>12</b>
2.1. Wesentliche Theorien der Divestment-Literatur	13
2.2. Empirische Ergebnisse zu Divestments	16
<b>3. Divestment-Trends in der GSA-Region und in der EU</b>	<b>22</b>
3.1. Allgemeiner Überblick	23
3.2. Herkunft der direkten Käufer bzw. Global Ultimate Owners (GUOs)	27
3.3. Dauer der Deal-Abschlüsse	32
3.4. Divestments und Deal Values	36
3.5. Sektorale Struktur von Divestments	39
<b>4. Ergebnisüberblick und Ausblick für die GSA-Region</b>	<b>46</b>
<b>5. Appendix: Wirtschaftssektoren nach der NACE-Klassifikation</b>	<b>50</b>
<b>6. Appendix: Prognoseergebnisse</b>	<b>52</b>
6.1. Prognosemethodik	53
6.2. Univariate Prognoseergebnisse	56
<b>7. Literaturverzeichnis</b>	<b>58</b>
<b>8. Abbildungen und Tabellen</b>	<b>59</b>
Ihre Ansprechpartner	60

---



06  
Executive Summary

10  
Motivation  
und Hintergrund

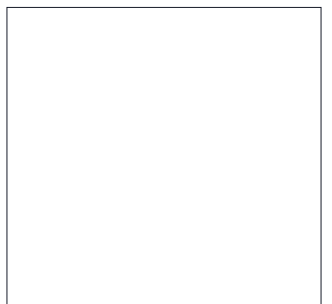
12  
Divestments  
und ihre  
Beweggründe



22  
Divestment-Trends  
in der GSA-Region  
und in der EU



46  
Ergebnisüberblick  
und Ausblick  
für die GSA-Region



50  
Appendix:  
Wirtschafts-  
sektoren nach der  
NACE-Klassifikation

52  
Appendix:  
Prognose-  
ergebnisse



# Executive Summary



## Daniel Riegler

Leiter Sell and Separate  
Strategy and Transactions  
Deutschland, Schweiz, Österreich

Divestment-Aktivitäten haben in den letzten Jahren weltweit an Bedeutung gewonnen. Denn sie geben den Unternehmen die Möglichkeit, ihr Portfolio zu optimieren und sich auf ihr Kerngeschäft zu konzentrieren. Das spielt gerade in wirtschaftlich schwierigen Zeiten eine große Rolle, da hierdurch wichtige strategische Weichenstellungen vorgenommen werden können, aus denen sich neue unternehmerische Perspektiven eröffnen. Deshalb sind wir der zentralen Frage nachgegangen, wie sich wirtschaftliche Auf- und Abschwünge sowie einschneidende Krisen auf das Transaktionsumfeld und insbesondere Divestments auswirken. Gerade vor dem Hintergrund der Corona-Krise gewinnt diese Frage eine ganz besondere Relevanz.

Die vorliegende Studie untersucht auf der Basis wissenschaftlicher Erkenntnisse und empirischer Analysen Divestment-Trends in Deutschland, der Schweiz und Österreich (Germany, Switzerland and Austria; kurz: GSA-Region) sowie in der Europäischen Union insgesamt. Die Analyse basiert auf Daten aus der Zephyr-Datenbank, die von einem Tochterunternehmen von Moody's Analytics betrieben wird und Verkäufe von Unternehmensteilen erfasst.

## Steigende Divestment-Aktivitäten in der GSA-Region

Die Ergebnisse zeigen, dass die Divestment-Aktivitäten in den vergangenen 20 Jahren in der GSA-Region deutlich zugenommen haben. Entschieden sich im Jahr 2000 nur 80 Unternehmen für ein Divestment, so waren es im Jahr 2018 bereits rund 900 Unternehmen. Dabei finden – in Relation zur Bevölkerungsgröße – Divestment-Aktivitäten wesentlich häufiger in der Schweiz als in Deutschland und Österreich statt, was zu einem ganz wesentlichen Teil am relativ stark ausgeprägten Kapitalmarkt des Alpenlandes und der großen Zahl von Konzernzentralen, die ihren Sitz in der Schweiz haben, liegen dürfte. Während in Deutschland acht Divestment-Deals auf eine Million Einwohner entfielen, waren es in Österreich 8,8 und in der Schweiz 17,9.

## Schwache Konjunktur lässt Divestment-Zahlen steigen

Bislang ist man davon ausgegangen, dass steigende Aktienkurse und ein positives Bewertungsumfeld die Hauptursachen für ein Divestment sind. Unsere ökonomischen Analysen fügen dieser Annahme jedoch einen neuen und überraschenden Aspekt hinzu. Denn unsere Studie zeigt, dass es zugleich einen negativen Zusammenhang zwischen der wirtschaftlichen Entwicklung des Vorjahres und der Anzahl von Divestment-Deals gibt: Fällt die wirtschaftliche Entwicklung um einen Prozentpunkt geringer aus, so steigt die Zahl der Divestment-Deals im Folgejahr um 5,5 Prozent. Gerade vor dem aktuellen Hintergrund der Corona-Krise ist dieses Ergebnis besonders spannend. Denn es zeigt, dass eine schwache gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Allgemeinen und Krisen im Besonderen den Konsolidierungsdruck für die Unternehmen erhöhen und so die Anzahl der Transaktionen und damit der Divestment-Deals steigen lässt.

## China bislang nur selten Käufer in der GSA-Region

In der öffentlichen Diskussion wird immer wieder behauptet, dass Divestments zu einem Ausverkauf heimischer Unternehmen und traditioneller Industrien führen würden, wobei insbesondere die Akquisitionen chinesischer Investoren eine Rolle spielen würden. Diese Sorge ist jedoch unbegründet. Differenziert man die Käufer von Divestments nach ihrer Herkunft, so zeigt sich, dass in 60 Prozent aller Fälle die Käufer aus derselben Region kommen wie ihre Targets. Dies zeigt, dass die enge wirtschaftliche Verflechtung die Wahrscheinlichkeit von Divestment-Deals

innerhalb der GSA-Region erhöht. Weitere 20 Prozent verteilen sich auf die restlichen EU-Mitgliedstaaten und etwas über 10 Prozent auf die USA. Entgegen der medialen Wahrnehmung kommt also nur ein sehr geringer Teil der Käufer aus China, auch wenn sich ihr Anteil in den letzten Jahren verdreifacht hat: Waren es im Zeitraum 2000 bis 2008 nur 0,5 Prozent, so kamen im Zeitraum 2009 bis 2018 bereits 1,5 Prozent der Käufer aus dem Reich der Mitte.

### Divestment-Deals mit Käufern aus den USA doppelt so schnell

Die durchschnittliche Dauer eines Divestment-Deals vom Zeitpunkt seiner Ankündigung bis zum Abschluss betrug in der Vergangenheit etwa ein Jahr (349 Tage), wobei die Dauer je nach Herkunft des Käufers variiert: Stammt er aus der GSA-Region, dann liegt die Dauer des Deals mit insgesamt 420 Tagen deutlich über dem Durchschnitt. Bei Käufern aus den restlichen EU-Mitgliedstaaten ist die Dauer mit 294 Tagen hingegen unterdurchschnittlich. Ebenso gehen Deals, bei denen der Käufer aus Nordamerika stammt, mit durchschnittlich 213 Tagen sehr schnell über die Bühne. Die gerade im Vergleich zur GSA-Region stärker ausgeprägte Neigung zu Unternehmenskäufen und -verkäufen und damit verbunden eine höhere Frequenz bei Akquisitionen und Divestments können eine Erklärung dafür sein. Die im Gegensatz zu den USA längere Dauer von Divestments in der Europäischen Union hängt auch damit zusammen, dass hier Fusionskontrollverfahren eine größere Rolle spielen.

### Fokussierung auf das Kerngeschäft nimmt zu

In Bezug auf den Deal-Value eines Divestments zeigen die verfügbaren Daten, dass der jeweilige Wert eines Deals sehr stark vom allgemeinen Bewertungsumfeld abhängt; dies macht beispielsweise der positive Zusammenhang zwischen Deal-Value und Aktienkursentwicklung sehr deutlich.

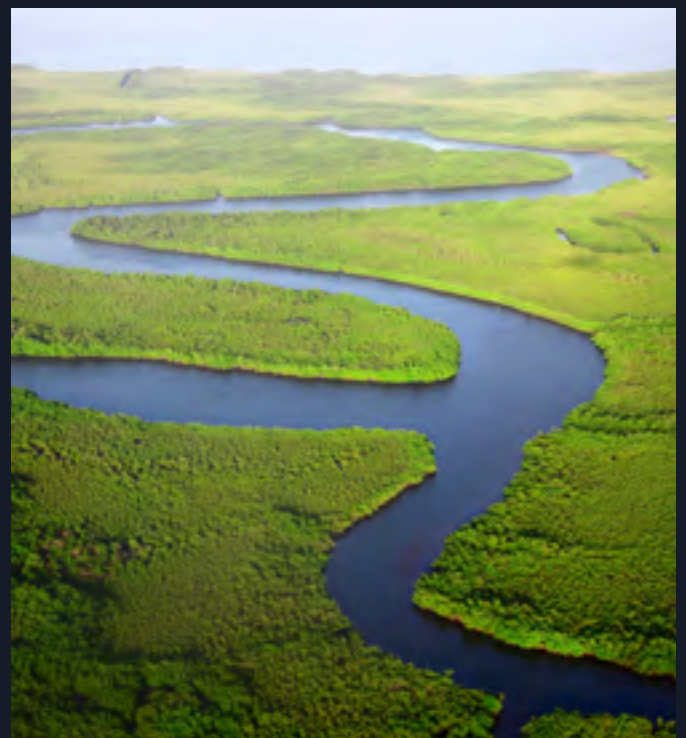
Am häufigsten finden Divestments in der GSA-Region in der Informations- und Kommunikationsbranche statt, gefolgt von der Industrie. Zusätzlich zeigt die empirische Analyse, dass insbesondere diejenigen Unternehmensteile verkauft werden, die eine geringere sektorale Übereinstimmung mit dem Mutterunternehmen aufweisen. Demzufolge führen Divestments zu einer geringeren Diversifikation der Unternehmen und zu einer Fokussierung auf das Kerngeschäft. Dieser Trend hat sich in der jüngeren Vergangenheit weiter verstärkt.

### GSA-Region: Mehr als 1.000 Divestment-Deals im Jahr 2025 erwartet

Unsere Studie zeigt, dass innerhalb der GSA-Region der Trend zu mehr Divestment-Aktivitäten anhalten wird. Auf der Basis der von uns zugrunde gelegten statistischen Methoden und empirischen Daten gehen wir davon aus, dass es im Jahr 2025 mehr als 1.000 Divestment-Deals in der GSA-Region geben wird.

### Ausblick

Auch vor dem Hintergrund der momentan rückläufigen Wirtschaft aufgrund der Corona-Krise ist langfristig mit einem weiteren Anstieg von Divestments in der GSA-Region zu rechnen. Darüber hinaus zeigen die Ergebnisse unserer Studie, dass auf eine schwache Konjunktur oder sogar Krise im darauffolgenden Jahr Divestment-Aktivitäten ansteigen. Die Vermutung liegt nahe, dass das aktuell attraktive Bewertungsniveau auf den Aktienmärkten diesen Verlauf sogar noch beschleunigt, da sich übertriebene Preisabschläge derzeit nicht durchsetzen lassen. Auch unter diesem Aspekt sollten die Unternehmen die Chancen erkennen, die in der Krise stecken und sich frühzeitig auf mögliche Divestment-Abschlüsse in der kommenden Erholungsphase vorbereiten. Damit können sie bereits jetzt wichtige strategische Weichenstellungen für ihr weiteres Wachstum vornehmen.



# Executive Summary

## Implikationen für das Portfolio-Management

Divestments und die Optimierung des Unternehmensportfolios sind wichtige Elemente des strategischen Managements. Aus der theoretischen und empirischen Literatur und aus den Erkenntnissen der vorliegenden Studie im Hinblick auf die Entwicklung der Divestments in der GSA-Region und in Europa lassen sich einige allgemeine Schlussfolgerungen für das Portfolio-Management ableiten:

- ▶ Die empirische Analyse der Divestment-Deals in der GSA-Region in den vergangenen 20 Jahren zeigt einen steigenden Trend. Es ist auch für die nächsten Jahre zu erwarten, dass Divestment-Aktivitäten weiter zunehmen werden.
- ▶ Die Analysen zeigen zudem, dass bei einer Eintrübung der Konjunktur die Anzahl der Deals zeitlich verzögert sinkt. Ein schwaches wirtschaftliches Umfeld erhöht den Druck zur produktiven Effizienz auch in Form einer Konsolidierung der Konzernstruktur und verstärkt in der Folge Divestment-Aktivitäten. Eine laufende Beobachtung und eine effizienzorientierte Optimierung der Unternehmensstruktur sowie eine Planung von Divestment-Aktivitäten können für den Erfolg und Erlös von Divestments entscheidend sein. Hierbei können auch externe Dienstleister eine wichtige Rolle spielen.
- ▶ Aktienmarktbebewegungen zeigen einen positiven und relativ starken statistischen Zusammenhang mit dem durchschnittlichen Wert der Divestment-Deals in der GSA-Region. Das bedeutet, dass in Phasen negativer Aktienmarktentwicklungen niedrigere Verkaufserlöse erzielt werden als in Phasen eines Aktienmarktbooms. Auch aus diesem Grund erscheinen eine laufende Optimierung der Unternehmensstruktur und eine darauf aufbauende Planung von Divestment-Aktivitäten wichtig.
- ▶ Divestment-Aktivitäten in der GSA-Region sind vor allem im Bereich der Industrie und der Informations- und Kommunikationsdienstleistungen konzentriert. Während Ersteres sich auch aufgrund der überdurchschnittlichen Spezialisierung der GSA-Region im Industriebereich ergibt, ist Letzteres auf Trends wie die Digitalisierung zurückzuführen. Beide Erklärungsgründe werden auch in Zukunft eine Rolle spielen. Die Divestment-Aktivitäten im Industriebereich nahmen jedoch in den letzten Jahren ab.
- ▶ Die Analyse der Sektorzugehörigkeit des Divestment-Targets und des Käufers zeigt eine häufige und steigenden sektorale Übereinstimmung. Die Reduktion der Diversifikation und die vermehrte Konzentration auf das Kerngeschäft sind demnach ein wesentlicher Beweggrund für Divestment-Deals in der GSA-Region im Speziellen sowie in Europa im Allgemeinen.
- ▶ Im Jahr 2020 ist auf der Basis empirischer Analysen von einer etwas niedrigeren Divestment-Aktivität im Vergleich zum Vorjahr auszugehen. Dies verringert das Angebot an Divestments, was Auswirkungen auf den Verkaufserlös haben kann. In den darauffolgenden Jahren ist aufgrund der derzeitigen konjunkturellen Schwächephase wieder mit einer etwas kräftigeren Aktivität zu rechnen.
- ▶ Das Umfeld auf den Aktienmärkten ist in der GSA-Region inhomogen. Während der Schweizer Leitindex SMI derzeit auf sehr hohem Niveau liegt, notiert der Leitindex ATX in Österreich deutlich unter dem Höchststand zu Beginn des Jahres 2018. Der DAX in Deutschland nimmt hier eine Mittelposition ein. Wichtig ist festzuhalten, dass derzeit aufgrund der Vielzahl der global ungelösten Probleme – Handelsstreitigkeiten, Brexit, die Frage des weiteren Vorgehens mit dem Iran oder Demokratiebewegungen in Hongkong – die Situation sehr fragil ist. Insbesondere der Bereich der Industrie ist mit großen Unsicherheiten wie Umwälzungen in der Umweltpolitik bzw. der Mobilität und der anstehenden Digitalisierung ganzer Wirtschaftsbereiche behaftet. Bei den Finanzdienstleistungen spielt die weitere Entwicklung der Geldpolitik der EZB eine wichtige Rolle für die Profitabilität der Unternehmen. In Anbetracht dieser Vielzahl von Unsicherheitsfaktoren können insbesondere Divestments mit kurzer Deal-Dauer vorteilhaft sein. So werden große Unsicherheiten die Verkaufserlöse von Divestments drücken. Auf längere Sicht lässt sich für die Entwicklung der Kapitalmärkte nur wenig ableiten.
- ▶ Aufgrund der Unsicherheiten sollten bei Vorliegen neuerer Daten und Konjunkturprognosen die in der Studie analysierten Divestment-Trends fortlaufend aktualisiert werden.







---

An aerial photograph of a dense tropical forest, likely a palm forest, with a network of dirt roads winding through it. The trees are a mix of green and yellowish-green, suggesting a healthy but possibly stressed ecosystem. The roads are light brown and form a central intersection with several paths branching out.

# Motivation und Hintergrund

# 1



---

## Weltweit planen Unternehmen weitere Divestment-Aktivitäten

Ende 2019 gaben 74 Prozent der befragten Unternehmen weltweit an, Divestment-Aktivitäten in den kommenden Jahren durchführen zu wollen (EY 2020). Es ist also weiterhin von einem hohen Niveau an Divestment-Aktivitäten auszugehen, auch wenn die Umfrage auf eine etwas verlangsamte Dynamik hindeutet. Im Vorjahr planten noch 84 Prozent der Unternehmen Divestment-Aktivitäten.

## Divestment-Motive sind vielfältig

Divestment-Motive sind mannigfaltig. Aus strategischer Sicht können beispielsweise zu geringe Synergieeffekte zu einem Verkauf einer bestimmten Sparte bzw. Business-Unit oder zur Konzentration auf das Kerngeschäft des Konzerns bzw. der Unternehmensgruppe führen. Des Weiteren ist die technologische Position innerhalb einer Branche relevant, wenn beispielsweise die Unternehmenseinheit kein Technologieführer in einem bestimmten Markt ist. Zudem können auch Risikoüberlegungen beim Divestment eine Rolle spielen, wenn z. B. eine Unternehmenseinheit das Risiko des Gesamtunternehmens bzw. des Konzerns überproportional steigert. Damit verbunden sind auch länderspezifische Risiken, z. B. politische Instabilitäten, die ebenfalls ein Motiv für Divestment-Aktivitäten darstellen.

## Steigende Anzahl von Divestment-Deals in der GSA-Region

Weltweit sind die Divestment-Aktivitäten nach wie vor von US-Deals dominiert, gefolgt von China. Aber auch in europäischen Ländern sind signifikante Divestment-Aktivitäten beobachtbar, so in Deutschland, wo sich z. B. im Jahr 2017 der Wert der Divestments gegenüber dem Vorjahr deutlich erhöht hat (EY 2018). In den vergangenen Jahren nährte der Anstieg der Divestment-Aktivitäten nicht zuletzt auch in Deutschland, der Schweiz und Österreich die Sorge um den Ausverkauf „heimischer“ Unternehmen bzw. technologieintensiver Sparten. Dabei kann die gestiegene Divestment-Aktivität auch als Zeichen einer sich ständig intensivierenden Globalisierung gesehen werden. Vor diesem Hintergrund untersucht die vorliegende Studie Trends und Entwicklungen bei Divestment-Aktivitäten in der GSA-Region, also in Deutschland, der Schweiz und Österreich, für die kommenden fünf Jahre bis 2025. Vor dem Hintergrund der sich gerade abkühlenden Konjunktur legt die Studie zudem ein spezielles Augenmerk auf die wirtschaftlichen Aussichten. So stellt sich etwa die Frage, ob derzeit mehr Agilität im Sinne schnellerer Abschlüsse angebracht ist.



**Weltweit sind die Divestment-Aktivitäten nach wie vor von US-Deals dominiert, gefolgt von China. Aber auch in europäischen Ländern sind signifikante Divestment-Aktivitäten beobachtbar.**

---

# Divestments und ihre Beweggründe

In der ökonomischen und finanzwissenschaftlichen Literatur und insbesondere in der Management- und Organisationsliteratur spielen Divestments seit geraumer Zeit eine wichtige Rolle. Grundsätzlich umfasst der Begriff Unternehmensentscheidungen, die mit einer Reduktion der Geschäftstätigkeit verbunden sind. Es werden insbesondere drei Formen unterschieden: Liquidation, Disinvestment und Divestiture. Liquidation umfasst dabei Unternehmensentscheidungen, die mit dem Schließen von Produktionseinrichtungen bzw. der Einstellung der Bereitstellung von Dienstleistungen verbunden sind. Unter Disinvestment wird die Verringerung der Geschäftstätigkeit durch Zurückfahren der Investitionstätigkeit bzw. Verschiebung der Investitionen auf andere Aktivitäten bzw. Regionen verstanden. Als Divestitures werden Vorgänge bezeichnet, die mit dem Verkauf eines Tochterunternehmens an ein anderes Unternehmen im In- oder Ausland verbunden sind. Die vorliegende Studie fokussiert sich insbesondere auf die letztgenannte Form von Divestment-Aktivitäten.



## Zeitreihenanalysen dominieren die empirische Literatur

Auch in der wissenschaftlichen Literatur untersuchen die meisten Studien den Bereich der Divestitures, sodass für die vorliegende Analyse auf eine erhebliche Anzahl von Untersuchungen zurückgegriffen werden kann. Einschränkend ist jedoch anzumerken, dass die Ergebnisse in den relevanten empirischen Arbeiten großteils auf Zeitreihenuntersuchungen basieren. Dementsprechend fußen die Ergebnisse auf Vorgängen, die teilweise schon längere Zeit in die Vergangenheit zurückreichen. Auf der anderen Seite lassen sich die empirischen Ergebnisse zu meist auf theoretische Erkenntnisse zurückführen, die keinem grundlegenden Wandel unterlagen.

Die nachfolgenden Abschnitte bieten zuerst einen Überblick über die grundlegenden Erkenntnisse der theoretischen Literatur zu Divestments und im Anschluss empirische Ergebnisse, die im Zusammenhang mit diesen Theorien zu sehen sind. Dabei ist hervorzuheben, dass die Theorien keine alternativen Erklärungen für Divestments liefern, sondern mit unterschiedlichen Annahmen und Forschungsfragen jeweils verschiedene Teilaspekte von Divestments fokussieren. Sie sollten daher auch nebeneinander betrachtet werden.

“

**Diversifizierte Unternehmen unterliegen einem Diversifikationsabschlag.**

## 2.1. Wesentliche Theorien der Divestment-Literatur

### Unterschiedliche Motivation von Management und Eigentümern

In diesem Abschnitt werden zwei wesentliche Theorien, die im Zusammenhang mit Divestments vorherrschen, diskutiert. Im Rahmen der „Agency-Theorie“ wird auf die unterschiedliche Motivation zwischen dem Management und den Eigentümern eines Unternehmens eingegangen. Gemäß der Theorie haben Manager wegen höherer Verdienste einen Anreiz, Unternehmen zu vergrößern und zu diversifizieren, um das Konkursrisiko zu verringern. Ergebnis davon ist, dass frei verfügbarer Cashflow nicht an Aktionäre ausgeschüttet wird, sondern für zusätzliche Akquisitionen verwendet wird. Dies erhöht den Einfluss des Managements und verringert die Kontrollmöglichkeiten der Eigentümer. Damit einhergehend ist jedoch die Effizienz und die Ertragslage der Unternehmen geringer (siehe beispielsweise Jensen 1986). Dementsprechend unterliegen stärker diversifizierte Unternehmen einem Diversifikationsabschlag, d. h. diversifizierte Unternehmen erzielen einen geringeren Marktwert. Divestments dienen demnach als Instrument, um die Gewinnlage zu verbessern. In diesem Fall bedarf es des Drucks der Anteilseigner bzw. der Bedrohung durch eine Unternehmensübernahme, damit Divestments vorgenommen werden (Bethel und Liebeskind 1993). Die Agency-Theorie geht Hand in Hand mit der Annahme, dass Informationsasymmetrien zwischen Management und Anteilseignern bestehen und Investoren und Analysten die umfassende Konzernstrategie nur unzureichend durchblicken und die Einordnung des operativen Geschäfts in die vom Management verfolgte Strategie nicht ausreichend erfassen können (siehe beispielsweise Nanda und Narayanan 1999).

### Konzerne mit Tendenz zu übermäßiger Diversifikation

Ein weiterer Grund für Ineffizienzen in diversifizierten Konzernen liegt in der Ressourcen- und Kapitalallokation auf die verschiedenen Gesellschaften. So werden Ressourcen und Kapital in Bereiche des Konzerns mit schlechteren Ertragsaussichten in zu hohem Umfang investiert, während in Bereiche mit ertragsreicheren Aussichten zu wenig investiert wird. Dies mag auch eine Folge der unterschiedlichen Interessen des Managements des Gesamtkonzerns



## Führen vergangene Akquisitionen dazu, dass es zu ineffizienten Unternehmensstrukturen kommt, dann treibt das Management von sich selbst aus Divestments voran.

und desjenigen der einzelnen Tochterunternehmen sein (Berger und Ofek 1995 oder Comment und Jarrell 1995). Dementsprechend können Divestments zu einer verstärkten Fokussierung der Unternehmensstrategie und zu einer Verbesserung der Investitionspolitik im Unternehmen führen. So argumentieren Scharfstein und Stein (2000), dass bei mehreren Tochterunternehmen das jeweilige Management ein sogenanntes „Rent-seeking“-Verhalten an den Tag legt, damit Töchter mit geringen Wachstumsaussichten einen höheren Investitionsanteil erhalten. Nach Lang et al. (2000) ist dies insbesondere bei jenen Tochterunternehmen zu erwarten, die zur Diversität des Konzerns verstärkt beitragen. Diese Problematik ist auch mit der Annahme einer beschränkten Rationalität („bounded rationality“) verbunden. Strategische Entscheidungen sind häufig mit großer Unsicherheit verbunden. Die eingeschränkte Rationalität von Menschen führt im Rahmen des kognitiven Entscheidungsprozesses zu systematischen Entscheidungsverzerrungen. Der theoretischen Argumentationskette folgend führen Divestments, die mit einer Reduktion der Diversität eines Konzerns verbunden sind, zu einer höheren Investitionseffizienz.

### Divestment als Finanzierungsquelle

Lang, Poulson und Stulz (1994) argumentieren ebenso, dass der Verkauf von Tochterunternehmen die Effizienz der Investitionspolitik in einem Konzern verbessern kann, jedoch liefern sie eine alternative Begründung hierfür: Sollte der Zugang zu konzernexternen Finanzierungsquellen beschränkt sein, dann kann die finanzielle Beschränkung durch den Verkauf von Teilen des Konzerns



aufgehoben bzw. verringert werden, sodass besonders vielversprechende Investitionen vorgenommen werden können, die andernfalls nicht durchgeführt würden. Diese Hypothese geht auch davon aus, dass Divestments von Konzernteilen, die gemäß der Ertragslage ein zu hohes Investitionsniveau aufweisen, die finanziellen Beschränkungen der anderen Konzernteile lockern und damit die Investitionseffizienz erhöhen.

### Steigerung der Profitabilität

Der bisher dargelegte Theoriestrang geht von einer in gewisser Weise negativ geprägten Sichtweise aus: Divestments haben in diesen Theorien nämlich das Ziel, die Auswirkungen der Verfolgung eigener Interessen, verschiedener Zielvorstellungen von Management und Eigentümer bzw. der Konzernleitung und einzelnen Tochtergesellschaften sowie eingeschränkter Rationalität zu verringern. Daneben haben sich aber auch andere Theoriezweige etabliert, die eine deutlich positivere Sichtweise auf die Gründe von Divestments bieten und keine Ineffizienzen im Konzern voraussetzen. Es wird vielmehr davon ausgegangen, dass das effizienzorientierte Management den Unternehmenswert maximiert und Divestments einen integralen Bestandteil der Strategie zur Zielerreichung, d. h. zur Erhöhung der produktiven Effizienz und der Unternehmensgewinne, darstellen (siehe Feldman und McGrath 2016). Die Strategic-Management-Literatur verfolgt diesen Erklärungsansatz und unterstellt, dass Divestments den Unternehmenswert, also die auf den gegenwärtigen Zeitpunkt abdiskontierten zukünftigen Gewinne des Konzerns, erhöhen.

### Akquisitionen und Divestments als fortlaufender Prozess

Chang (1996) und Matusaka (2001) beispielsweise sehen laufende Akquisitionen und Divestments in Konzernen als Möglichkeit, Ressourcen intern umzuschichten. In Unternehmen, insbesondere im mittleren und oberen Management, stehen organisatorische Fähigkeiten zur Verfügung, die über einzelne Produkte und Branchen hinweg transferierbar sind. Es mag daher nicht optimal sein, sich nur allmählich aus einem Bereich zurückzuziehen, sondern der rasche Wechsel zu neuen Produkten bzw. Branchen kann





sinnvoll sein. Der Ein- und Ausstieg aus einzelnen Geschäftszweigen folgt einem laufenden Such- und Auswahlprozess. Diese Theorie liefert somit auch eine Erklärung für den Bewertungsabschlag von diversifizierten Unternehmen bzw. für die positive Bewertung der Aktienmärkte von Divestments. Kaul (2012) argumentiert ähnlich und sieht Innovation als einen dynamischen Prozess der Ausweitung des Betätigungsfelds durch Akquisitionen von Unternehmen, die Kapital benötigen, bei gleichzeitiger Reduktion der bestehenden Betätigungsfelder, die nicht zum Kerngeschäft gehören, durch Divestments.

## Divestment-Aktivitäten und Unternehmensbewertung

Daneben finden sich in der Literatur auch noch andere Theorien. Zuckerman (2000) geht der Frage der De-diversifizierung US-amerikanischer Unternehmen in den 1980er- und 1990er-Jahren nach, nachdem diese insbesondere in den späten 1950er- und 1960er-Jahren eine stark diversifizierte Struktur entwickelt haben. Zuckerman argumentiert, dass eine nach außen kohärente Produktidentität für die Bewertung am Kapitalmarkt wesentlich sei. Diversifizierte Unternehmen seien deutlich schwieriger von Anlegern und Analysten zu bewerten. Diese Akteure erzeugten demnach einen erheblichen Druck auf die Unternehmen zu dediversifizieren. Empirische Ergebnisse der Untersuchung zeigen, dass neben Einflussgrößen wie schwacher Entwicklung Divestments wahrscheinlicher werden, wenn der Aktienkurs niedrig ist und eine deutliche Diskrepanz zwischen der Konzernstrategie und dem Bild, das Analysten vom Unternehmen haben, besteht. Bergh et al. (2008) gehen der Frage nach, was die Entscheidung beeinflusst, ob Divestments im Rahmen von Spin-offs oder Sell-offs<sup>1</sup> stattfinden. Ausgangspunkt der Analyse sind wiederum Informations-

asymmetrien zwischen dem Management und den Eigentümern eines Konzerns. Wenn das Tochterunternehmen, das verkauft werden soll, einen geringen Diversifizierungsgrad gegenüber dem Gesamtkonzern aufweist bzw. der Konzern selbst nur einen geringen Diversifizierungsgrad aufweist, dann ist die Divestment-Entscheidung für Marktbeobachter schwer zu verstehen. In diesem Fall sind nach Bergh et al. Spin-offs die effektivste und profitabelste Form, um Informationsasymmetrien zu verringern und damit die Effizienz und Transparenz im Konzern zu erhöhen. Ist die Sachlage umgekehrt, ist also eine hohe Diversifizierung gegeben, dann sind Sell-offs die bessere Wahl. Empirisch kommen die Autoren zu dem Schluss, dass die finanzielle Performance teilweise von der Art und Weise der Restrukturierung im obigen Sinne abhängig ist. Diese Theorien und empirische Belege zeigen, dass Manager Divestment-Entscheidungen auch treffen, um die Art und Weise, wie ein Konzern extern wahrgenommen wird, zu beeinflussen und um Informationsasymmetrien zwischen Management und dem Markt zu verringern.

## Konzentration auf das Kerngeschäft und Profitabilität

Zusammenfassend kommen beide grundlegenden Theorien zu dem Ergebnis, dass Divestments von Unternehmensteilen die Wirtschaftlichkeit auf der Verkäuferseite stärken und die Bewertung von Unternehmen verbessern. Unterschiedlich ist jedoch der Ausgangspunkt in diesen Theorien. Die Agency-Theorie geht davon aus, dass eine ineffiziente Unternehmensstruktur vorliegt und erst der Druck des Marktes dazu führt, dass die Effizienz über Divestments gesteigert wird, was auch den Unternehmenswert erhöht. Die Strategic-Management-Theorie dagegen sieht Akquisitionen und Divestments als laufenden Prozess an. Führen vergangene Akquisitionen zu ineffizienten Unternehmensstrukturen, dann treibt das Management von sich selbst aus Divestments voran.

1 Bei einem Spin-off werden vom Mutterunternehmen die Anteile am Tochterunternehmen unentgeltlich und entsprechend der bestehenden Beteiligung an die Eigentümer des Mutterkonzerns übertragen. Die vom Spin-off betroffene Einheit steht anschließend nicht mehr in der Verfügungsgewalt des Mutterunternehmens. Bei einem Sell-off erfolgt der Verkauf des Tochterunternehmens an Dritte. Im Gegensatz zu einem Spin-off kommt es bei einem Sell-off beim Mutterunternehmen zu einem Mittelzufluss.

## 2.2. Empirische Ergebnisse zu Divestments

### Divestments folgen auf Akquisitionen

Frühe empirische Untersuchungen über Divestments gehen einerseits der Frage nach, welche Bedeutung Divestments im wirtschaftlichen Umfeld haben und welche Auswirkungen damit auf die Marktbewertung dieser Unternehmen verbunden sind. So kommen Ravenscraft und Scherer (1987) beispielsweise zu der Schlussfolgerung, dass Divestitures eine ganz zentrale Bedeutung haben. Sie zeigen auf der Basis von Daten aus den USA, dass bei den 33 untersuchten Konzernen, die Akquisitionen in neue Geschäftsfelder bzw. ohne Bezug zum bisherigen Kerngeschäft in den 1960er- und 1970er-Jahren vorgenommen haben, über 50 Prozent dieser Unternehmensanteile wieder verkauft wurden. Sie sehen das hohe Divestment-Ausmaß als Beleg dafür, dass in vielen Fällen die Akquisition eines Unternehmens gescheitert ist und den Firmenwert verringert hat.

“

**Eine schlechte wirtschaftliche Entwicklung erhöht den Druck auf das Management, die Diversifikation der Geschäftsfelder zurückzufahren und sich stärker auf den Kernbereich zu konzentrieren.**

### Kapitalmarkt und Kartellrecht haben Einfluss

Kaplan und Weisbach (1990) gehen ebenfalls dieser Frage nach und untersuchen über 270 große Akquisitionen in den 1970er-Jahren, die mit Ende der 1980er-Jahre wieder verkauft wurden. Bis zum Ende der Untersuchungsperiode wurden rund 44 Prozent der Akquisitionen verkauft. Es zeigt sich, dass ein beträchtlicher Anteil der ursprünglichen Akquisitionen als erfolgreich einzustufen ist. So werden von den Autoren, je nach gewähltem Kriterium, die Hälfte bis zu zwei Drittel der Divestments als erfolgreich eingeordnet. Ein weiteres Ergebnis ist, dass Divestments insbesondere bei jenen Konzernen konzentriert waren, bei denen die ursprüngliche Akquisition zu einer Verbreiterung der Geschäftsfelder, also zu einer Diversifizierung, geführt hat. Hierbei wurden die akquirierten Unternehmen in knapp 60 Prozent der Fälle in Folgejahren verkauft. Bei Akquisitionen im selben Geschäftsbereich erfolgte ein Verkauf in lediglich 16 Prozent der Fälle. Dennoch finden die Autoren keinen eindeutigen Beleg dafür, dass eine diversifizierende Akquisition eine schlechtere Entwicklung aufweist als eine, die mit dem bisherigen Geschäftsfeld des Konzerns übereinstimmt. Gründe für den hohen Anteil an Divestments in den 1980er-Jahren liegen den Autoren zufolge in verbesserten Informationssystemen, in der größeren Bedeutung des Kapitalmarktes und in weniger streng vollzogenem Kartellrecht, das auf der Käuferseite die Nachfrage nach Divestments erhöhte.



## Empirische Befunde bestätigen Theorie

Haynes et al. (2003) untersuchen mithilfe ökonomischer Methoden die beiden zuvor in Kapitel 2.1 diskutierten Theorien der Divestment-Literatur auf ihre Gültigkeit. Dabei ziehen sie Daten von über 140 großen Unternehmen aus Großbritannien im Zeitraum 1985 bis 1991 heran. Dazu werden einzelne Hypothesen überprüft, die jeweils in einem speziellen Zusammenhang mit einem der beiden Theoriestränge stehen. Die Autoren finden, dass

1. das Ausmaß der Divestment-Aktivität umso größer ist, je schlechter die wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens ausfällt. Für die wirtschaftliche Entwicklung werden diverse Maße angewendet wie der Ertrag des Kapitaleinsatzes (ROCE), der Return on Equity (ROE), die Operating Profit Margin (OPM) oder die Trading Profit Margin (TPM), wobei das Ergebnis für jedes dieser Maße gilt;
2. das Ausmaß der Divestment-Aktivität mit der Fremdkapitalquote („debt-equity ratio“) zunimmt;
3. bei schlechter wirtschaftlicher Entwicklung das Ausmaß an Divestments umso größer ist, je strikter die Corporate Governance ausfällt. Strikte Corporate Governance ist dabei bei Existenz eines Großaktionärs (mehr als 5 Prozent Anteil) bzw. einem erheblichen Aktienanteil des Managements gegeben;
4. die Fremdkapitalquote für Divestments umso bedeutender ist, je schwächer die Corporate Governance ausgeprägt ist;
5. das Ausmaß an Divestment-Aktivitäten mit der Gefahr einer Übernahme zunimmt;
6. das Ausmaß an Divestments mit dem Grad der Diversifizierung steigt;
7. das relative Ausmaß an Divestments mit der Unternehmensgröße zunimmt;
8. das Ausmaß an Divestments mit der Akquisitionstätigkeit zunimmt.



## Konjunkturelle Schwäche erhöht Konsolidierungsdruck

Die ersten fünf Punkte sehen die Autoren als Beleg für die Agency-Theorie an. Eine schlechte wirtschaftliche Entwicklung erhöht den Druck auf das Management, die Diversifikation der Geschäftsfelder zurückzufahren und sich stärker auf den Kernbereich zu konzentrieren. Als Folge davon sollen die Effizienz und die Gewinnlage im Unternehmen erhöht werden. Der Druck auf das Management ist umso größer und Divestments umso wahrscheinlicher, je strikter die Corporate Governance ist. Anstelle der Corporate Governance kann aber auch die Kontrolle durch Fremdkapitalgeber einen Druck für verstärkte Divestment-Aktivitäten ausüben, der mit höherer Fremdkapitalquote zunimmt. Die Gefahr einer Übernahme erhöht ebenso den Druck auf das Management, dem mit einer Verbesserung der Gewinnlage entgegengetreten werden kann. Interessanterweise finden die Autoren keinen Hinweis darauf, dass eine Veränderung im Top-Management zu einem größeren Ausmaß an Divestment führt. Dies begründen die Autoren teilweise damit, dass ein neues Management häufig bei einer schlechten wirtschaftlichen Entwicklung eingesetzt wird und somit bereits mit der ersten Hypothese erfasst ist.



## Divestments folgen auf Akquisitionen und Diversifizierung

Die bestätigten Hypothesen 6 bis 8 sprechen für die Strategic-Management-Theorie. Ein hoher Grad an Diversifizierung und die Größe eines Konzerns erhöhen in relativ stärkerem Umfang Divestment-Aktivitäten. Damit soll sowohl die Übersichtlichkeit für die Konzernleitung als auch die Transparenz gegenüber den Eigentümern und dem Markt gesteigert und die Ressourcenverteilung innerhalb des Konzerns verbessert werden. So zeigen Dittmar und Shivdasani (2003), dass rund um das Ereignis einer Divestment-Aktivität erhebliche Veränderungen in der Investitionspolitik in den verbleibenden Unternehmensteilen auftreten. Investitionen steigen in den Bereichen, in denen es vorher zu Unterinvestitionen gekommen ist. Zusätzlich sind Investitionen vor dem Ereignis wenig sensitiv in Bezug auf die Wachstumsaussichten, was sich danach ändert. Die Investitionspolitik wird der Untersuchung zufolge daher nach einem Divestment effizienter.<sup>2</sup>

Nach Haynes et al. (2003) impliziert eine ausgeprägtere Akquisitionstätigkeit ein höheres Potenzial für Divestment-Aktivitäten, das sich auch empirisch zeigt. In Bezug auf die Charakteristika der Märkte, in denen ein Unternehmen aktiv ist, ergibt sich, dass eine höhere Marktkonzentration zu geringeren Divestments führt. Dies mag mit einer besseren Ertragslage als Folge des geringeren Wettbewerbs im Zusammenhang stehen.

Zusätzlich kommen die Autoren zu dem Schluss, dass Divestment-Aktivitäten sehr rasch stattfinden. In ihrer Untersuchung zeigt sich, dass eine unterstellte Verzögerung zwischen dem Auftreten des Grundes für das Divestment und der Divestment-Aktivität selbst von einem Jahr die statistisch aussagekräftigsten Ergebnisse liefert.

<sup>2</sup> Die verbesserte Effizienz ist den Autoren zufolge nicht auf eine Reduktion der „Rent-seeking“-Aktivitäten der verbleibenden Teile des Unternehmens zurückzuführen, sondern auf die zusätzlichen Mittel, die durch den Verkauf generiert wurden. Es ist jedoch festzuhalten, dass die Stichprobe aus Unternehmen besteht, die eine große Reorganisation der divisionalen Organisationen vorgenommen haben. Die Wahrscheinlichkeit für eine vor dem Divestment-Event ineffiziente Struktur ist daher sehr groß.

Es zeigt sich auch, dass die Ergebnisse für Großbritannien mit jenen aus den USA sehr gut vergleichbar sind. Dies kann auch als Hinweis dafür dienen, dass die Treiber für Divestments nicht nur länderspezifisch gelten, sondern auch auf andere Länder wie beispielsweise die GSA-Region übertragbar sind.

Kaplan und Weisbach (1990) haben für Divestments von großen Tochterunternehmen in den 1980er-Jahren die Beweggründe für den Verkauf des Unternehmens erfasst (siehe Tabelle 1). Diese Daten basieren auf den Informationen, die Unternehmen direkt öffentlich bekannt gegeben haben bzw. die von Journalisten übernommen wurden. Der größte Anteil entfällt dabei auf die Veränderung des Fokus des Konzerns bzw. eine Veränderung der Konzernstrategie. Der zweite wesentliche Grund besteht darin, neue Akquisitionen zu finanzieren. In etwas über 20 Prozent der Fälle wurde bekannt gegeben, dass die ursprüngliche Akquisition die Erwartungen nicht erfüllt hat und nicht profitabel war. Kartellrechtliche Gründe sind demgegenüber von geringer Bedeutung.

**Tabelle 1**  
Beweggründe für Divestment-Aktivitäten

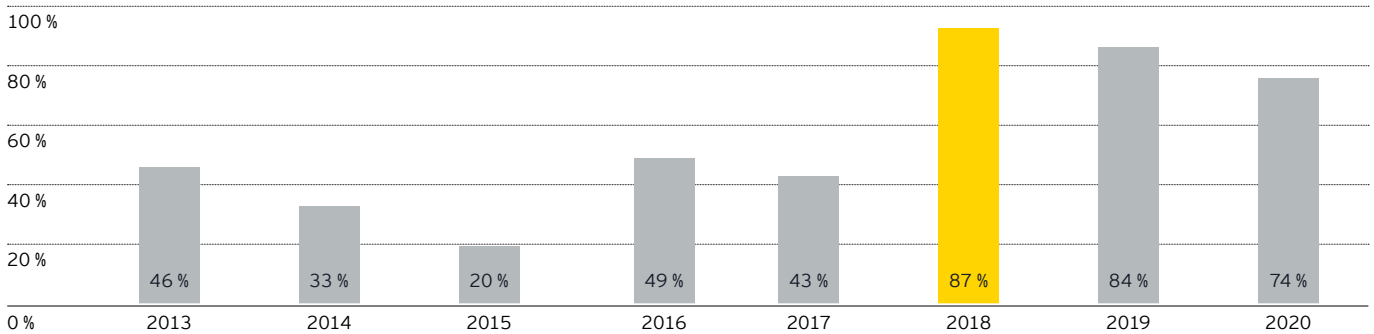
Gründe	Anteile
Veränderung des Fokus oder der Konzernstrategie	42 %
Verkauf, um Akquisitionen zu finanzieren	28 %
Verkauftes Tochterunternehmen nicht profitabel	21 %
Bedarf an finanziellen Mitteln	3 %
Guter Verkaufspreis	3 %
Kartellrechtliche Gründe	2 %
Zur Verteidigung von Übernahmen	1 %

Quelle: Kaplan und Weisbach (1990)

Benito (1997) konzentriert sich auf Divestment-Aktivitäten von ausländischen Produktionsbetrieben und deren Einflussgrößen. Unterschiede zu obigen Untersuchungen bestehen insbesondere darin, dass es sich um ausländische Tochterunternehmen handelt und bei den Mutterunternehmen um norwegische Firmen. Benito zeigt, dass Divestment-Aktivitäten auch bei norwegischen Unternehmen eine wichtige Rolle spielen. Die verwendeten Daten beziehen

**Abbildung 1**

Anteil weltweit tätiger Unternehmen mit erwarteten Divestment-Aktivitäten für die Jahre 2019 und 2020  
Stand 2018



Quelle: EY (2019, 2020)

sich auf 182 ausländische Tochterunternehmen von 93 norwegischen Unternehmen im Jahr 1982 und deren Verhältnis im Jahr 1992. Von den 182 Unternehmen waren 41 Prozent weiterhin Tochterunternehmen und bei 59 Prozent erfolgte eine Divestment-Aktivität. Bei Investitionen in Asien war die Divestment-Wahrscheinlichkeit mit 45 Prozent am niedrigsten. Die empirischen Ergebnisse verdeutlichen, dass Divestments von ausländischen Tochterunternehmen in jenen Ländern häufiger sind, in denen die Wachstumsentwicklung schwach ist. Zudem zeigt sich, dass bei Tochterunternehmen in der EU (damals noch EWG) häufiger Divestments stattfanden. Des Weiteren erfolgt eine Divestment-Aktivität eher in den Fällen, in denen ein Unternehmen zugekauft wurde, als in Fällen, in denen das Tochterunternehmen im Ausland selbst aufgebaut wurde („greenfield investments“). Selbiges gilt für Tochterunternehmen, die in einem anderen Geschäftsfeld tätig sind und die Diversifikation somit erhöhen, entsprechend den Ergebnissen vorher diskutierter Studien.

Interessant ist aber auch, dass sich einige Hypothesen nicht bestätigt haben. So findet Benito keinen Zusammenhang zwischen dem politischen Risiko des Ziellandes bzw. der kulturellen Distanz zum Zielland und Divestments. Ebenso steht die Divestment-Aktivität in keinem Zusammenhang mit der Dauer der internationalen Tätigkeit der Konzernmutter.

Berry (2010) kommt bei der Untersuchung der Divestment-Aktivitäten von US-amerikanischen Unternehmen im Zeitraum 1981 bis 2000 zu dem Ergebnis, dass diese von niedrigeren Produktionskosten und neuen Absatzmärkten in ausländischen Märkten beeinflusst werden. Ein Divestment im Herkunftsland wird dadurch wahrscheinlicher, da Investitionen in verschiedenen Regionen um dieselben Ressourcen konkurrieren. FDI<sup>3</sup>-Aktivitäten im Ausland haben aber nur dann einen statistisch signifikanten Effekt auf Divestment-Aktivitäten, wenn es sich um ein Unternehmen handelt, das in einer Branche tätig

ist, die ein niedriges F&E-Niveau aufweist, und wenn die Investitionen in sich entwickelnden Staaten erfolgen. Für Unternehmen, die in Branchen mit hohem F&E-Niveau tätig sind, gilt dies für ausländische Direktinvestitionen in entwickelte Länder. Berry zeigt aber auch noch andere wesentliche Einflussgrößen auf das Ausmaß von Divestments. So nehmen in relativer und nicht nur in absoluter Betrachtung Divestments zu, wenn das Unternehmen, gemessen am Unternehmenswert, größer ist. Ebenso bestätigen sich Ergebnisse früherer Studien, dass nämlich stärker diversifizierte Unternehmen ein höheres Niveau an Divestments aufweisen, wenn sie international sehr stark aktiv sind. Ein hoher Verschuldungsgrad und eine schlechte wirtschaftliche Entwicklung sind weitere wesentliche Einflussgrößen.

Weiters zeigen Untersuchungen, dass bei Präsenz mehrerer Bieter für eine Divestment-Einheit die Erträge aus dem Verkauf höher sind. Dazu gehören bspw. Bradley et al. (1988) und Kaplan und Weisbach (1990). Dieses Ergebnis ist zwar aus theoretischer Sicht wenig überraschend, liefert jedoch eine empirische Untermauerung dafür, dass sich aktives Portfolio-Management und ausreichend zeitliche Vorbereitung von Divestment-Aktivitäten aus Verkäufer-sicht finanziell auszahlen.

EY (2020) liefert Erkenntnisse zum Umfang und zu Hintergründen von Divestments basierend auf mehr als 1.000 Interviews mit leitenden Führungskräften von Unternehmen und Private-Equity-Managern. So geben 74 Prozent der Unternehmen weltweit an, dass sie ein Divestment innerhalb der nächsten beiden Jahre planen. Hierbei zeigt sich in den letzten drei Jahren eine stärkere, aber rückläufige Dynamik gegenüber den Jahren zuvor (siehe Abbildung 1). So gingen beispielsweise im Jahr 2015 nur 20 Prozent der leitenden Führungskräfte davon aus, dass in ihren Unternehmen ein Divestment in den nächsten beiden Jahren stattfinden würde. 2018 betrug der Anteil hingegen 87 Prozent und reduzierte sich auf etwa 74 Prozent 2020.

3 „FDI“ steht für Foreign Direct Investment



Wesentliche Gründe für die letzte durchgeführte Divestment-Aktivität (Mehrfachantworten möglich) nach EY (2020) sind in Tabelle 2 dargestellt. Zusammengefasst spielen die Fokussierung auf das Kerngeschäft einerseits sowie eine schwache Performance der Divestment-Einheit andererseits eine Rolle. Zum erstem Punkt können Motive der Straffung des Geschäftsmodells (63 %) und die finanzielle Bedrängnis der Mutter (29 %) gezählt werden. Dem zweiten Punkt können die mangelnde Marktführerschaft (63 %) und der unterdurchschnittliche Return on Capital (28 %) der Divestment-Einheit zugeordnet werden. Darüber hinaus werden Divestmenterlöse zur Finanzierung von Technologieinvestitionen genutzt (43 Prozent). Geopolitische Unruhe bzw. makroökonomische Volatilität spielt ebenfalls eine Rolle (39 Prozent), wie auch Druck durch Aktivisten (31 Prozent). Divestments zur Finanzierung neuer Investitionen können ebenfalls im Zusammenhang mit einer schlechten Ertragslage stehen, dies ist aber nicht notwendigerweise der Fall. Möglicherweise ist bei guter Vorbereitung die Finanzierung über Divestments rascher umzusetzen als über zusätzliches Eigen- oder Fremdkapital. Obgleich der Druck durch Aktivisten ein neues Motiv ist, reflektieren die wesentlichen Gründe sehr gut die in der empirischen Literatur festgestellten Motive für Divestment-Aktivitäten, nämlich die schwache Ertragslage bei Unternehmen bzw. einzelnen Teilen davon und der Fokus auf den Kernaktivitäten im Konzern.

**Tabelle 2**

Gründe für die letzte große Divestment-Aktivität

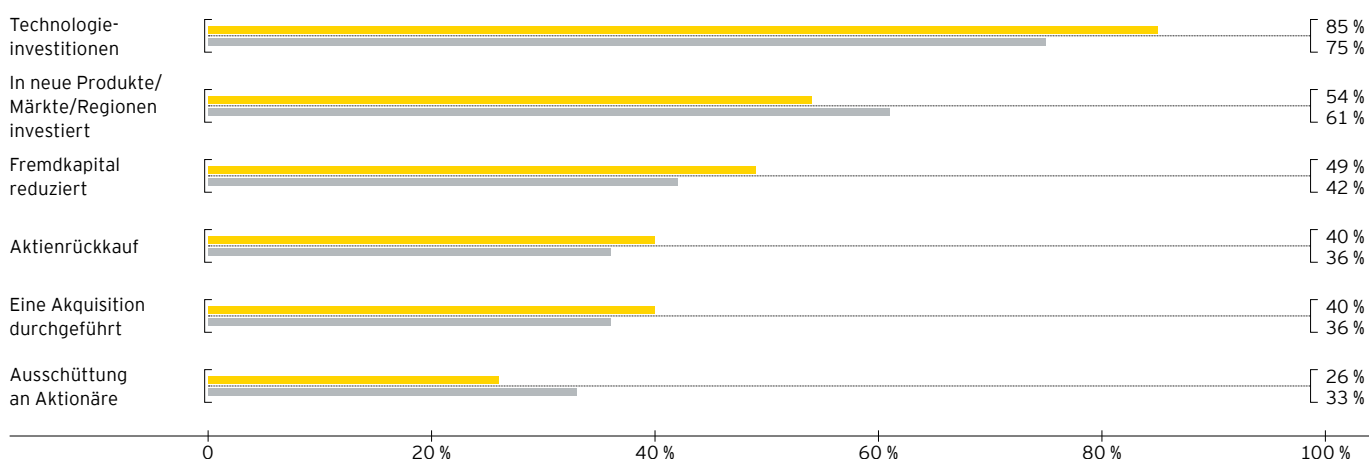
Gründe	Anteile
Straffung des Geschäftsmodells	63 %
Divestment-Einheit hat keine Marktführerschaft	63 %
Opportunistisch	46 %
Finanzierung neue Technologieinvestitionen	43 %
Geopolitische Unsicherheit – Markoökonomische Volatilität	39 %
Druck durch Aktivisten	31 %
Finanzielle Bedrängnis der Mutter oder der Divestment-Einheit	29 %
Unterdurchschnittlicher Return on Capital der divestierten Einheit	28 %

Quelle: EY (2020), Mehrfachantworten möglich

Die Ergebnisse von Benito (1997) zur Bedeutung der makroökonomischen Entwicklung spiegeln sich teilweise in dieser Befragung wider, wobei sich bei Benito kein Einfluss der geopolitischen Stabilität gezeigt hat, sondern nur von der Wachstumsentwicklung. „Opportunistisch“ steht in der Umfrage von EY (2019) für den Verkauf einer Unternehmenseinheit nach Anbahnung des Deals durch den Käufer und ohne Durchführung einer Verkaufsauktion. Da im Rahmen von Auktionen höhere Preise erzielt werden können, kann dies als Indiz herangezogen werden, dass Verbesserungspotenzial im Portfolio-Management besteht.



**Abbildung 2**  
Verwendung der finanziellen Mittel aus dem Divestment



Quelle: EY (2020)

Deutschland Global

Abbildung 2 gibt die Verwendung der finanziellen Mittel aus der Divestment-Aktivität gemäß der aktuellen Befragung von EY (2020) wieder. Die beiden wesentlichen Verwendungszwecke betreffen Technologieinvestitionen (global 75 Prozent) sowie Investitionen in neue Märkte und Produkte (global 61 Prozent). Die darauffolgenden Punkte betreffen die Kapitalstruktur des Unternehmens (Reduktion von Fremdkapital, global 42 Prozent, sowie Aktienrückkauf, global 36 Prozent). Rund 35 Prozent der globalen Unternehmen geben an, zumindest mit Teilen der Divestment-Erlöse Akquisitionen durchführen zu wollen, bei rund 33 Prozent werden diese an Aktionäre ausgeschüttet. Die Ausweitung der Geschäftstätigkeiten über Investitionen in neue Märkte und möglicherweise über neue Akquisitionen ist bereits in der älteren Literatur zentral. So wird die Bedeutung von Divestments zur Finanzierung neuer Akquisitionen bei Kaplan und Weisbach (1990) identifiziert. Auch bei deutschen Unternehmen ergibt sich ein ähnliches Bild, wenngleich technologische Investitionen eine größere und die Expansion in neue Märkte und/oder Regionen eine geringere Rolle als bei globalen Unternehmen spielen. Interessant ist ferner bei deutschen Unternehmen auch das Ziel Fremdkapital zu reduzieren, das eine größere Rolle bei der Unternehmensfinanzierung in Deutschland spielt.

In den letzten Jahren hat sich die öffentliche Diskussion über die Akquisitionstätigkeit chinesischer privater und öffentlicher Unternehmen intensiviert. Dahinter steht die Befürchtung, dass diese einerseits nur strategischen Zielen Chinas dienen und andererseits zu einem exzessiven Know-how-Transfer führen. Fuest et al. (2019) untersuchen Akquisitionen von chinesischen Unternehmen in den letzten 15 Jahren und vergleichen sie mit Akquisitionen von Unternehmen aus anderen Ländern.

Mehrere Aspekte sind dabei hervorzuheben. Erstens findet eine vergleichsweise hohe Anzahl von Akquisitionen in sogenannten Steueroasen und Offshore-Zentren statt. Dies gilt aber nur für private Unternehmen, für Unternehmen im öffentlichen Besitz ist dies nicht feststellbar. Ein Grund hierfür mögen Kapitalkontrollen in China sein. Zweitens sind chinesische Unternehmen stärker auf sich entwickelnde Staaten fokussiert, mit geringerem Einkommen, Wachstum und Bevölkerungs-

größen. Drittens konzentrieren sich Unternehmen im öffentlichen Eigentum im Vergleich zu chinesischen Unternehmen im privaten Besitz stärker auf Investitionen im Bereich Infrastruktur (Wasser, Energie), Bergbau und Rohstoffe. Ein ähnliches Muster zeigt sich aber auch bei Unternehmen im öffentlichen Eigentum anderer Länder. Viertens: In Bezug auf die Charakteristika von zugekauften Unternehmen weisen diese zumeist eine geringe Profitabilität, aber eine überdurchschnittliche Größe (gemessen am Firmenwert), eine höhere Verschuldung und eine höhere Anzahl Patente auf. Fünftens sind die Kaufpreise im Schnitt niedriger als bei Unternehmen aus anderen Ländern, was die Finanzierungsthese durch das staatliche chinesische Bankensystem in Zweifel zieht.

Trotz der teilweise starken medialen Aufmerksamkeit auf die Akquisitionstätigkeit Chinas zeigen die empirischen Ergebnisse der vorliegenden Studie, dass nur ein sehr geringer Teil der Käufer von Divestment-Objekten in der GSA-Region aus China stammt, auch wenn er sich in den letzten Jahren verdreifacht hat. Kamen im Zeitraum 2000 bis 2008 0,5 Prozent der Käufer aus China, so waren es im Zeitraum 2009 bis 2018 bereits 1,5 Prozent. Auch Chinas Seidenstraßenprojekt und die Strategie „Made in China 2025“ sprechen in der Tendenz für eine Ausweitung der Akquisitionstätigkeit Chinas. Bei der Anbahnung von Divestment-Deals können externe Dienstleister mit interkulturellen Beratungskompetenzen eine wichtige Rolle spielen.

“

**Bei guter Vorbereitung kann die Finanzierung möglicherweise über Divestments rascher umgesetzt werden als über die Aufnahme von zusätzlichem Eigen- oder Fremdkapital.**



---

# Divestment-Trends in der GSA-Region und in der EU



---

## 3.1. Allgemeiner Überblick

---

In diesem Abschnitt werden Divestment-Trends in der GSA-Region und der EU behandelt. Dazu werden die empirischen Ergebnisse präsentiert und mit den Ergebnissen der bestehenden Literatur verglichen. Datengrundlage ist die Zephyr-Datenbank von Bureau van Dijk, einem Tochterunternehmen von Moody's Analytics, die Informationen über einzelne, weltweite M&A-Aktivitäten seit dem Jahr 1997 zur Verfügung stellt. Die Datenbank bietet nach Verfügbarkeit Informationen etwa über die involvierten Unternehmen, das Ausmaß der Beteiligung nach Abschluss des Deals, Sektor-Kennzahlen und den Kaufpreis. Grundlage der Zephyr-Datenbank sind insbesondere veröffentlichte Daten der Unternehmen oder Medienberichte.

Die empirischen Analysen im vorliegenden Kapitel fokussieren großteils auf den Zeitraum 2000 bis 2018. Dabei werden lediglich Targets bzw. verkaufte Unternehmen mit Sitz in der EU bzw. in der Schweiz berücksichtigt, wobei ein besonderer Fokus auf die GSA-Region gelegt wird. Des Weiteren muss das Target im Besitz eines Ultimate Owner mit einem Beteiligungsausmaß von zumindest 50 Prozent sein, wobei der Ultimate Owner auch außerhalb der EU beziehungsweise der Schweiz seinen Sitz haben kann. Damit erfolgt eine Einschränkung auf Divestments, wobei diese in Form einer Akquisition durch ein anderes Unternehmen, eines Institutional Buy-outs<sup>4</sup> oder eines Management-Buy-outs<sup>5</sup> erfolgen können. Es werden nur jene Datensätze aus der Zephyr-Datenbank berücksichtigt, bei denen das Target vollständig, also zu 100 Prozent, vom Käufer akquiriert wird.

Die Anzahl der erfassten Divestment-Deals in der Zephyr-Datenbank in der EU inklusive der Schweiz im Zeitverlauf seit dem Jahr 2000 ist in Abbildung 3 dargestellt. In den EU-Mitgliedstaaten und der Schweiz lag die Anzahl der Divestment-Deals in der Vergangenheit zwischen rund 850 und 5.470. Im Zeitverlauf zeigt sich ein steigender Trend, mit der größten Anzahl Divestment-Deals im Jahr 2018. Markant sticht in dieser Dar-

stellung die Auswirkung der Finanz- und Wirtschaftskrise auf die Divestment-Aktivitäten hervor. Belief sich die Anzahl der Deals im Jahr 2007 noch auf etwa 3.000, so sind im Jahr 2009 nur noch rund 1.940 Divestments in der Datenbank festgehalten, ein Rückgang von rund einem Drittel. In den darauffolgenden Jahren hat sich die Lage aber wieder entspannt und mit dem Jahr 2012 wurde das Niveau des Jahres 2007 bereits überschritten. Seitdem hat sich die Dynamik weiter verstärkt.

### Divestment-Trends in der GSA-Region und in der EU vergleichbar

In der GSA-Region ist die Entwicklung mit jener in den restlichen EU-Mitgliedstaaten vergleichbar. Es zeigt sich ebenso ein deutlicher Zuwachs der Aktivitäten im Laufe der Zeit, von 80 Deals im Jahr 2000 auf 900 im Jahr 2018, wenn auch auf niedrigerem Niveau. Im Jahr 2009 nimmt der Rückgang gegenüber dem Jahr 2007 in der GSA-Region dasselbe Ausmaß wie in der EU an. Der prozentuale Rückgang beläuft sich ebenso auf rund ein Drittel der Deals.

“

**Im Zeitverlauf zeigt sich ein steigender Trend bei den Divestment-Deals, mit der größten Anzahl im Jahr 2018.**

---

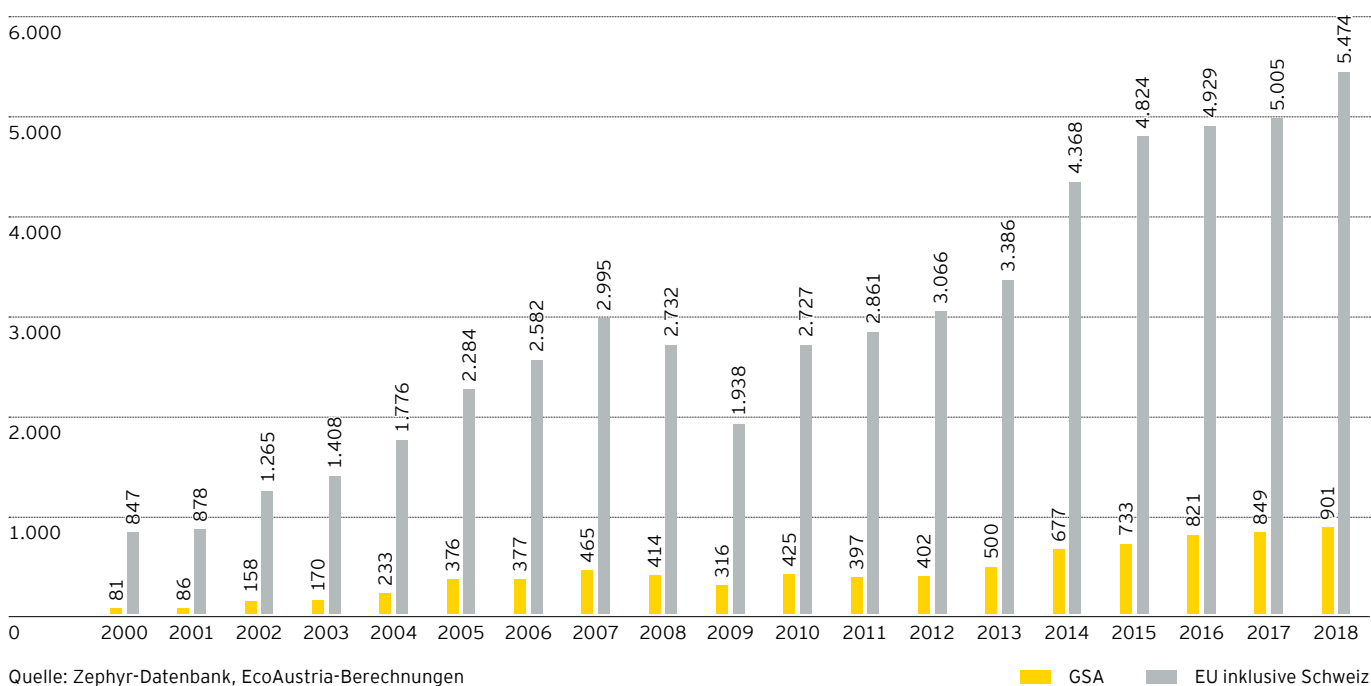
4 „Institutional Buy-out“ bezeichnet die Akquisition eines Unternehmens durch eine Investmentgesellschaft oder eine Finanzinstitution.

5 „Management-Buy-out“ bezeichnet die Akquisition eines Unternehmens durch das bisherige Management.



Abbildung 3

### Anzahl der Divestment-Deals in der GSA-Region und den restlichen EU-Mitgliedstaaten



### Bedeutung von Divestment-Deals in der GSA-Region geringer

Die Entwicklung der Anzahl der Divestment-Deals in den einzelnen Ländern der GSA-Region ist in Abbildung 4 dargestellt. Deutschland weist aufgrund seiner Größe natürlich die größte Bedeutung auf. Der Anteil Deutschlands in der GSA-Region beläuft sich im Durchschnitt des betrachteten Zeitraums auf rund 72 Prozent, jener Österreichs auf 8 Prozent und jener der Schweiz auf 20 Prozent. Normiert man die Deal-Anzahl auf die entsprechende Bevölkerungsgröße (siehe Abbildung 5), dann ist die relative Bedeutung von Divestments auf EU-Ebene größer als in der GSA-Region. So wurden in der EU plus Schweiz im Jahr 2018 knapp 10,5 Deals je 1 Million Einwohner registriert, in der GSA-Region jedoch nur 9 Deals. Diese Divergenz ist über den gesamten betrachteten Zeitraum feststellbar. Im Vergleich mit Deutschland und Österreich und in Relation zur Bevölkerungsgröße finden in der Schweiz Divestment-Aktivitäten wesentlich

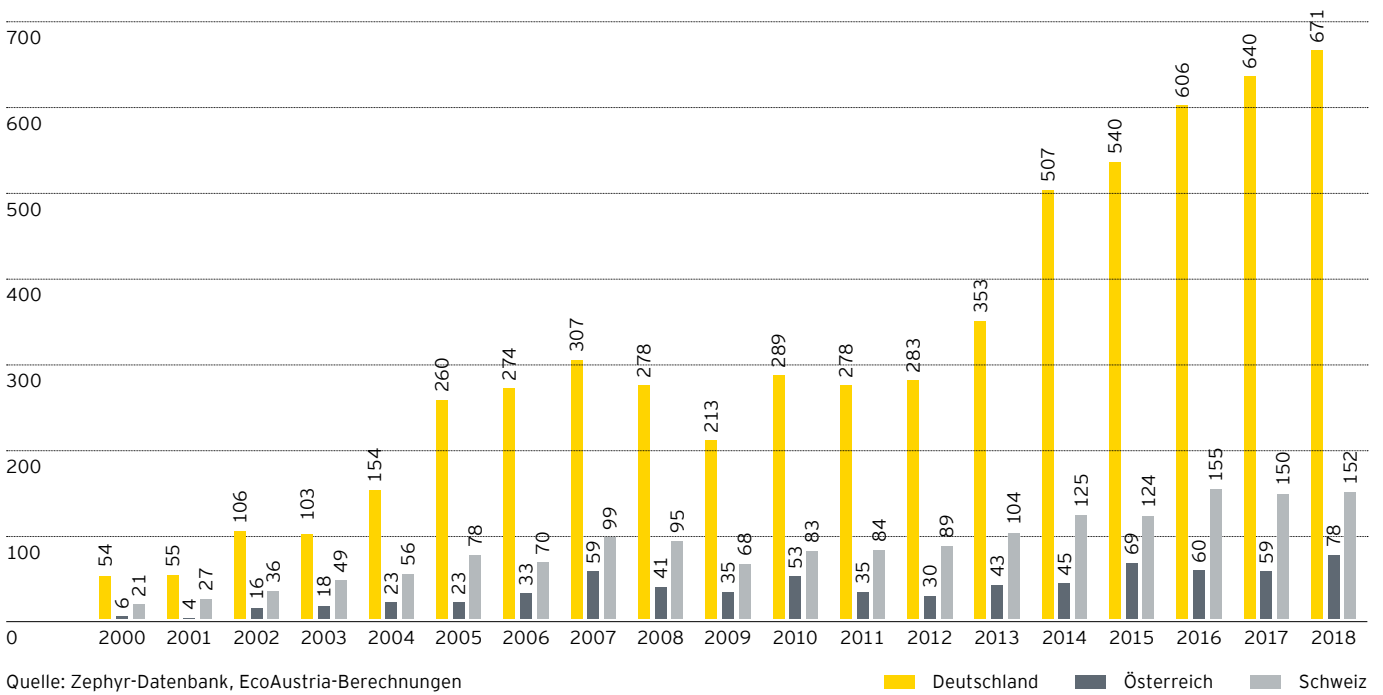
häufiger statt. Im Jahr 2018 belief sich die Zahl der Deals je Million Einwohner auf 17,9, was markant über dem Schnitt der EU liegt. Dies liegt auch im relativ stark ausgeprägten Kapitalmarkt in der Schweiz begründet.

### Konjunktur und Aktienmarktbeziehung beeinflussen Divestment-Aktivitäten

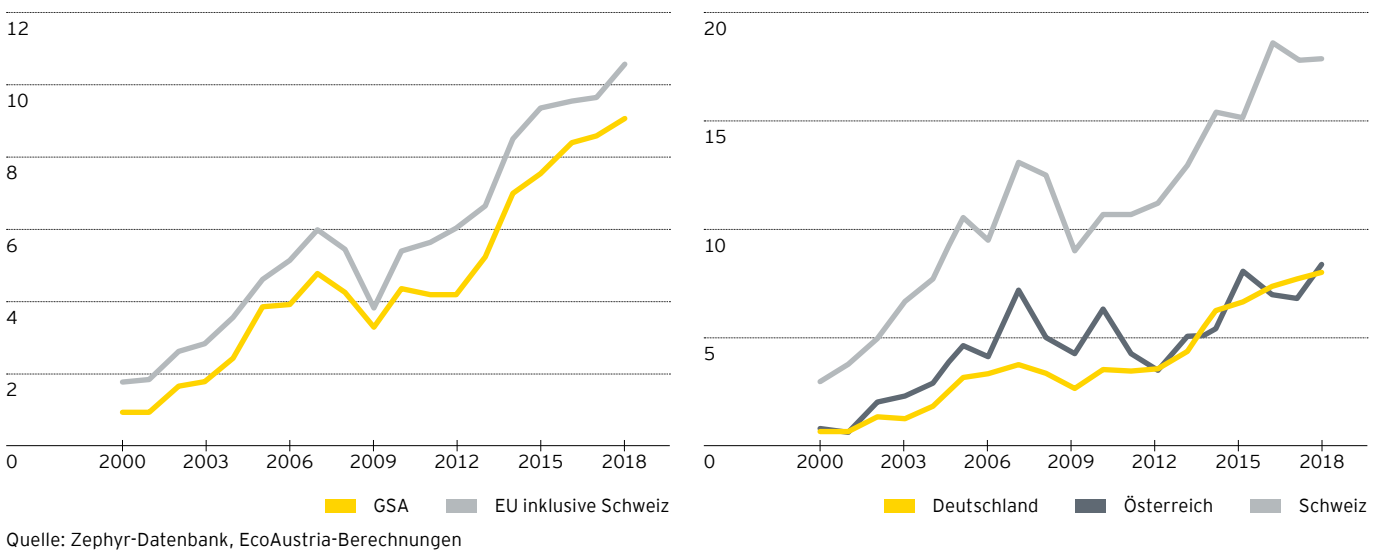
Im Folgenden wird untersucht, inwiefern die Konjunktur, Aktienmarktbeziehungen und Zinssätze einen Einfluss auf die Deal-Aktivität in einzelnen Ländern ausüben (siehe Tabelle 3). In der Analyse wird dabei die Anzahl der Divestment-Deals in einem gegebenen Jahr durch die konjunkturelle Entwicklung, gemessen durch die Output-Lücke (Output-Gap) des vorhergehenden Jahres erklärt.<sup>6</sup> Dabei werden sowohl Entwicklungen im Jahr 2009 als

6 Der zeitliche Lag lässt sich mit der durchschnittlichen Deal-Dauer begründen, siehe hierzu Kapitel 3.3.

**Abbildung 4**  
Anzahl der Divestment-Deals in der GSA-Region



**Abbildung 5**  
Anzahl der Divestment-Deals je Mio. Einwohner (EU, GSA, D, A und CH)







## Mit einem besonders kräftigen Anstieg der Divestment-Zahlen ist bei schwächerer gesamtwirtschaftlicher Entwicklung bei zugleich positiver Entwicklung des Aktienmarktes zu rechnen.

auch vergangene Akquisitionstätigkeiten in der statistischen Schätzung berücksichtigt. Die Output-Lücke misst die prozentuelle Abweichung des tatsächlichen Bruttoinlandsprodukts vom Bruttoinlandsprodukt bei Normalauslastung. Ist die Output-Lücke positiv, so liegt der tatsächliche Output über dem langfristig möglichen Output, d. h., die Ökonomie befindet sich in einer guten Konjunkturphase.

Umgekehrt befindet sich die Ökonomie in einer schwachen Konjunkturphase, wenn die Output-Lücke negativ ist. Weiters wurde der Einfluss der Aktienmarktentwicklung (siehe Gleichungen 3 und 5 in Tabelle 3) sowie die Zinsveränderung (siehe Gleichungen 4 und 5) auf die Anzahl der Divestment-Deals untersucht. Der Zusammenhang wurde für die EU-15-Länder und die Schweiz geschätzt.

**Tabelle 3**  
Statistischer Zusammenhang zwischen Konjunktur und Anzahl der Divestment-Deals

<b>Abhängige Variable:</b> Log (Anzahl der Deals)	Gleichung <b>(1)</b>	Gleichung <b>(2)</b>	Gleichung <b>(3)</b>	Gleichung <b>(4)</b>	Gleichung <b>(5)</b>
Output Gap (t-1)	-0,055*** (0,010)	-0,055*** (0,010)	-0,056*** (0,009)	-0,053*** (0,009)	-0,053*** (0,009)
Output Gap GSA (t-1)		-0,010 (0,051)			
log (Gesamtakquisitionen (t-1))	0,910*** (0,056)	0,910*** (0,056)	0,838*** (0,080)	0,865*** (0,079)	0,834*** (0,080)
Δ Aktienmarktindex (t-1) (%)			0,003** (0,002)		0,005** (0,002)
Δ Zinssatz (t-1) (%-Punkte)				0,010 (0,032)	-0,039 (0,038)
Dummy 2009	-0,075 (0,153)	-0,071 (0,154)	-0,042 (0,148)	-0,167 (0,138)	-0,006 (0,155)
Anzahl Länder	16	16	15	15	15
Beobachtungen	335	335	269	269	269
R-Quadrat (within)	0,49	0,49	0,40	0,41	0,42
R-Quadrat (gesamt)	0,80	0,80	0,81	0,82	0,82

Anmerkungen: Standardabweichung in Klammern, \*\*\*/\*\*/\* signifikant auf dem 1-/5-/10%igem Niveau.

Quelle: Zephyr, OECD Economic Outlook, EcoAustria-Berechnungen

Wie aus Tabelle 3 ersichtlich, besteht ein statistisch robuster negativer Zusammenhang zwischen der Anzahl der Deals und der Output-Lücke. Wenn sich also in einem Jahr die Output-Lücke um einen Prozentpunkt verkleinert, d. h. wenn sich die konjunkturelle Entwicklung verschlechtert, steigt im Folgejahr die Anzahl der Divestment-Deals um 5,5 Prozent. Eine schwächere gesamtwirtschaftliche Entwicklung erhöht demnach den Konsolidierungsdruck

auf die Unternehmen und lässt so die Anzahl der Divestment-Deals steigen. Umgekehrt verringert sich die Anzahl der Divestment-Deals um 5,5 Prozent, wenn sich die Output-Lücke im Jahr zuvor um einen Prozentpunkt vergrößert hat, d. h. wenn sich die Konjunktur verbessert. Im Hinblick auf diesen Zusammenhang unterscheidet sich die GSA-Region nicht von den anderen europäischen Volkswirtschaften. So ist der Koeffizient der Variable

„Output-Gap GSA (t-1)“ nicht signifikant von null verschieden. Für zeitliche Verzögerungen von mehr als einem Jahr (t-2, t-3 und t-4) kann kein statistischer Zusammenhang zwischen wirtschaftlicher Entwicklung und der Anzahl der Divestment-Deals festgestellt werden.

Eine Verbesserung des Bewertungsumfelds und des Aktienmarktes in einem Land erhöht wiederum die Attraktivität des Verkaufs von Unternehmensteilen, da im Schnitt höhere Erlöse erzielt werden können. So steigt die Anzahl der Deals um 0,3 bis 0,5 Prozent, wenn im Vorjahr der jeweils im Land relevante Aktienindex um 1 Prozent zugelegt hat (siehe Gleichungen 3 und 5 in Tabelle 3). Mit einem besonders kräftigen Anstieg der Divestment-Zahlen ist demnach bei schwächerer gesamtwirtschaftlicher Entwicklung bei zugleich positiver Entwicklung des Aktienmarktes zu rechnen. Eine gute konjunkturelle Entwicklung bei gleichzeitig schwächerer Aktienmarktentwicklung spricht hingegen für besonders wenige Divestment-Deals. Zudem stehen Akquisitionen und Divestments in einem engen Zusammenhang: Ein Anstieg der Akquisitionstätigkeit um 1 Prozent ist mit einem Anstieg der Divestment-Deals um 0,91 Prozent (0,84 Prozent in Gleichung 3) verbunden.

Kein statistischer Zusammenhang ist hingegen bei Veränderungen in den Zinssätzen (Interbankenzinssatz als Proxy für das Zinsniveau in der Ökonomie) vorhanden, die geschätzten Koeffizienten sind statistisch nicht von null unterscheidbar (vgl. Gleichungen 4 und 5). Zudem zeigt sich, dass die Anzahl der Deals im Jahr 2009 statistisch nicht signifikant niedriger war als in den übrigen Jahren der Untersuchung. Es gibt demnach keine statistischen Hinweise darauf, dass das Krisenjahr über den Einbruch der Wirtschaftsleistung hinaus auf die Anzahl der Deals gewirkt hat.

## 3.2. Herkunft der direkten Käufer bzw. Global Ultimate Owners (GUOs)

Die Zephyr-Datenbank enthält neben Informationen über das Divestment-Unternehmen auch solche über den (direkten) Käufer dieser Divestments und über den Global Ultimate Owner (GUO), die höchste übergeordnete Muttergesellschaft des direkten Käufers. Nachfolgend werden die Herkunftsländer der Käufer in Regionen eingeteilt. Diese Einteilung folgt einer Zuordnung der Weltbank.

### Mehrzahl der Käufer in der GSA-Region kommen aus der Region

Die Verteilung der Käufer nach Herkunftsregion ist in Tabelle 4 dargestellt. In überwiegendem Maße sind die (direkten) Käufer von Divestment-Targets in der GSA-Region wiederum in der GSA-Region angesiedelt. So kam im Jahr 2018 in 550 (61 Prozent) der insgesamt 901 Divestment-Fälle der Käufer eines Unternehmens der GSA-Region ebenfalls aus der GSA-Region. Für die verbleibenden EU-Mitgliedstaaten ist ein Anteil von rund 21 Prozent zu verzeichnen. Des Weiteren spielen noch Unternehmen aus Nordamerika, insbesondere aus den USA, eine wichtige Rolle als Käufer.

Seit dem Jahr 2000 haben sich diese Verhältnisse nur geringfügig geändert. So beläuft sich der Anteil der GSA-Region im Zeitraum 2000 bis 2018 ebenso auf 61 Prozent, jener der restlichen EU-Mitgliedstaaten auf knapp 20 Prozent. Die prozentuellen Anteile der einzelnen Regionen bleiben im Zeitverlauf beharrlich konstant. Dies verdeutlicht, dass sich der Kauf von Divestments sehr stark regional konzentriert. Beispielsweise beläuft sich der Anteil der restlichen EU-Mitgliedstaaten als Käufer von Divestments in der EU plus Schweiz auf über 70 Prozent und der GSA-Region auf über 12 Prozent. Hintergrund für die regionale Konzentration ist der bessere Zugang zu Informationen über die wirtschaftliche und finanzielle Situation von Divestment-Unternehmen.







**Tabelle 4**  
Käufer von Divestments in der GSA-Region, nach Herkunftsregion, 2000-2018

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
GSA	47	49	96	109	144	242	225	301
Rest-EU	19	21	38	36	32	66	85	88
Nordamerika	13	11	18	18	37	47	43	49
Ostasien und Pazifik		2		4	7	5	4	7
Rest-Europa			1		3	6	4	2
Lateinamerika und Karibik				1				2
Mittlerer Ost und Nordafrika		1					1	3
Südasiens			1		2	1	4	2
Subsahara-Afrika								1
Zentralasiatischer Raum					1			
Nicht zuordenbar	2	2	4	2	7	9	11	10
<b>Jahressumme</b>	<b>81</b>	<b>86</b>	<b>158</b>	<b>170</b>	<b>233</b>	<b>376</b>	<b>377</b>	<b>465</b>

Quelle: Zephyr-Datenbank, EcoAustria-Berechnungen

### Bedeutung von China gering, aber zunehmend

Vergleicht man die Käufe von Divestments in der GSA-Region durch Unternehmen aus China oder den USA, so zeigt sich, dass China zwar in den letzten Jahren begonnen hat, Akquisitionen im Bereich der Divestments in der GSA-Region zu tätigen, die USA aber dennoch deutlich größere Bedeutung haben (siehe Abbildung 6). Vergleicht man dieses Ergebnis mit Daten von Fuest et al. (2019), die Akquisitionen von chinesischen Unternehmen weltweit betrachten, dann spielen Akquisitionen von chinesischen Unternehmen bereits vor der Finanz- und Wirtschaftskrise eine größere Rolle. Dieses Bild zeigt sich in der GSA-Region bzw. in Europa jedoch nicht. Hier treten chinesische Unternehmen erst nach der Krise als Käufer auf. Dies gilt auch, wenn man basierend auf der Zephyr-Datenbank alle Akquisitionen von chinesischen Unternehmen heranzieht und nicht nur Divestments.

“

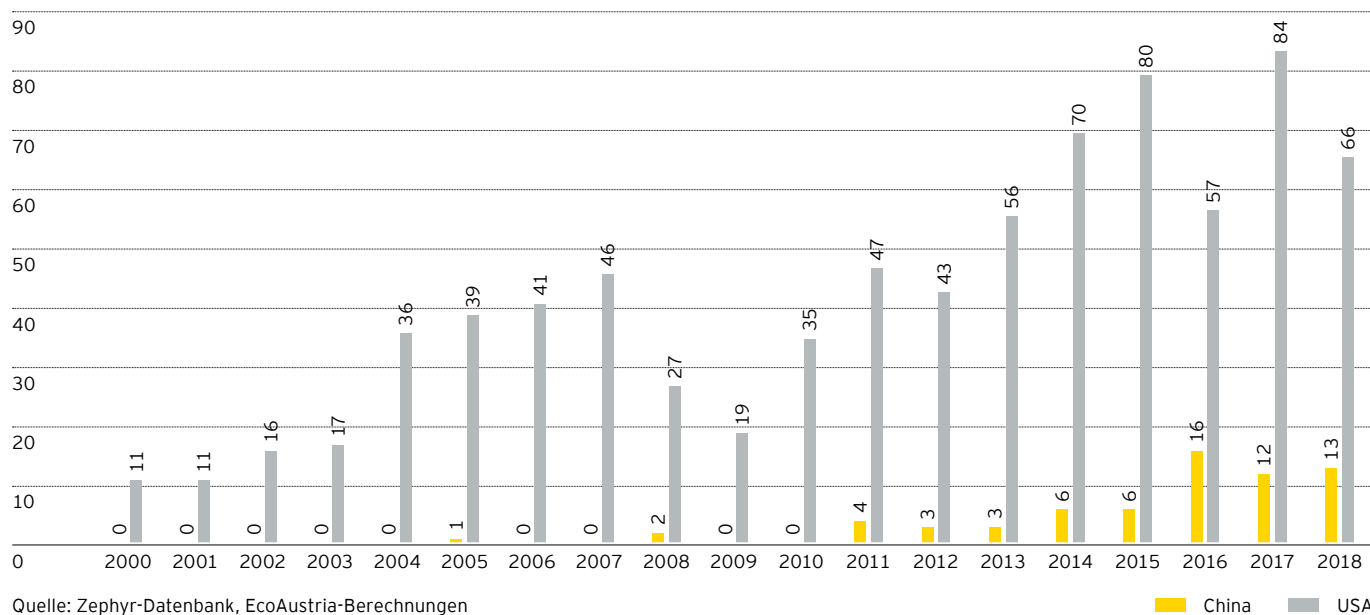
In der GSA-Region  
treten chinesische Unternehmen  
erst nach der Krise als  
Käufer auf.



2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
277	237	273	221	214	292	398	441	492	518	550
79	35	72	82	89	105	135	132	179	160	192
30	19	41	54	48	61	81	90	66	96	75
6	4	10	16	17	10	22	34	39	37	33
1	5	7	9	5	7	7	4	7	13	13
2		3	1	2	2	11	4	2	2	5
5	2	3	2	3	4	2	6	6	5	3
4			3	2		3	3	3	1	3
						2			1	2
10	14	16	9	22	19	16	19	27	16	25
<b>414</b>	<b>316</b>	<b>425</b>	<b>397</b>	<b>402</b>	<b>500</b>	<b>677</b>	<b>733</b>	<b>821</b>	<b>849</b>	<b>901</b>

**Abbildung 6**

Käufer von Divestments der GSA-Region aus China und den USA, 2000-2018





## Mehrzahl der Global Ultimate Owners stammen aus der GSA-Region und der EU

Betrachtet man den Global Ultimate Owner des Käufers von Divestments in der GSA-Region, so erhöht sich im Vergleich zur Herkunftsregion des direkten Käufers insbesondere die Zahl der Käufer aus der Rest-EU, Nordamerika sowie Ostasien und Pazifik (siehe Tabelle 5 bzw. vergleiche mit Tabelle 4) auf Kosten der Käufer aus der GSA-Region. Auch bei Betrachtung nach dem GUO ändern sich die Anteile der Regionen im Zeitverlauf kaum.

Beim direkten Vergleich zwischen China und den USA zeigt sich ein leichter Aufholprozess von China in den letzten Jahren. Zwischen 2009 und 2018 wurden 10,6 Prozent der Akquisitionen in der GSA-Region von Unternehmen getätigt, deren GUO in den USA beheimatet ist, während nur in 1,5 Prozent der Fälle der GUO seinen Sitz in China hat. Chinas Anteil ist aber im Vergleich zur Periode 2000 bis 2008 um einen Prozentpunkt gestiegen, während der Anteil der USA um zwei Prozentpunkte gesunken ist (siehe

Abbildung 7). Daher sollte trotz der noch eher begrenzten Bedeutung als Käufer von Divestment-Objekten in der GSA-Region China auf keinen Fall unterschätzt werden. Im Gegenteil: Gerade das Seidenstraßenprojekt und die Strategie „Made in China 2025“ sprechen für eine Ausweitung der Akquisitionstätigkeit. Bei der Anbahnung von Divestment-Deals können externe Dienstleister mit interkulturellen Beratungskompetenzen daher eine wichtige Rolle spielen.

Disaggregiert man die GSA-Region, so zeigen sich keine erheblichen Unterschiede bei der Herkunft der GUO. Österreich weist einen leicht höheren Anteil an Akquisitionen durch Unternehmen mit einem GUO aus der GSA-Region auf als Deutschland oder die Schweiz. Schweizer Unternehmen werden zu einem höheren Anteil von Unternehmen mit einem GUO aus der Rest-EU gekauft. Österreichische Unternehmen werden im Vergleich zu Deutschland und der Schweiz häufiger von Rest-Europa, d. h. unter anderem Russland und der Türkei, akquiriert. Tradierte Wirtschaftsbeziehungen und eine engere wirtschaftliche Verflechtung machen Divestment-Deals wahrscheinlicher.

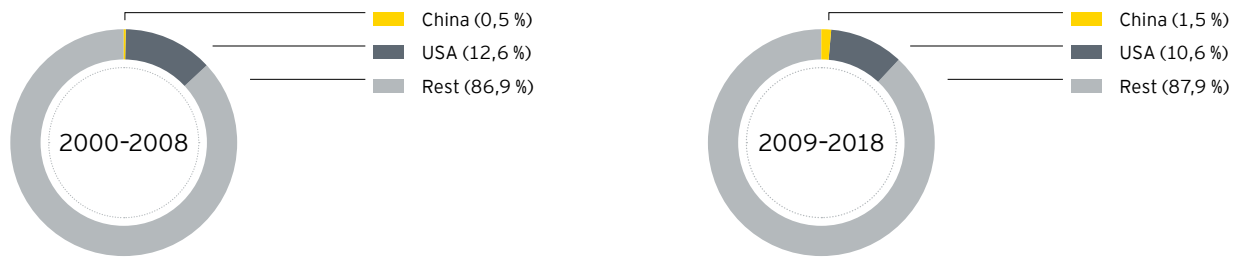
**Tabelle 5**  
GUO des Käufers von Divestments in der GSA-Region, nach Herkunftsregion, 2000-2018

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
GSA	46	45	87	102	136	217	208	269
Rest-EU	19	24	41	31	36	83	88	108
Nordamerika	12	12	23	26	39	48	46	58
Ostasien und Pazifik	2	2	1	9	10	11	9	10
Lateinamerika und Karibik							4	1
Rest-Europa			1		3	6	5	3
Südasien			1		2	1	5	2
Subsahara-Afrika								1
Mittlerer Ost und Nordafrika		1				1	1	3
Zentralasiatischer Raum					1			
Nicht zuordenbar	2	2	4	2	6	9	11	10
<b>Jahressumme</b>	<b>81</b>	<b>86</b>	<b>158</b>	<b>170</b>	<b>233</b>	<b>376</b>	<b>377</b>	<b>465</b>

Quelle: Zephyr-Datenbank, EcoAustria-Berechnungen

**Abbildung 7**

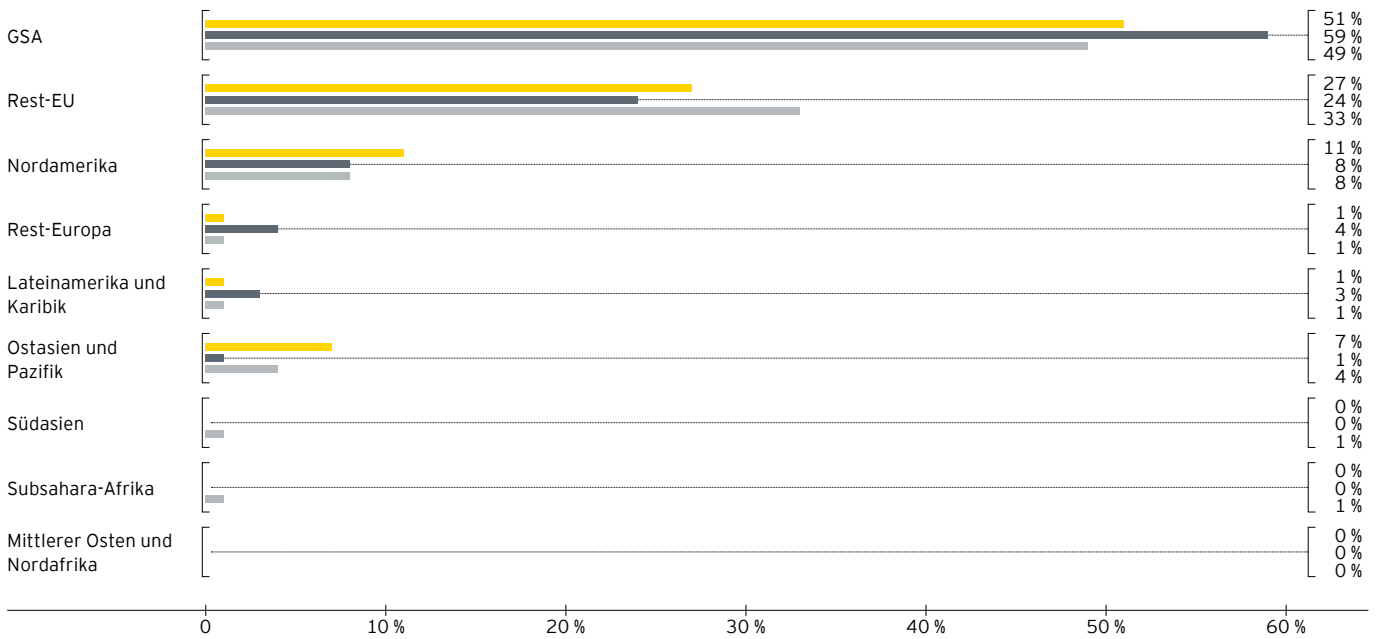
Herkunft des GUO des Käufers von Divestments in der GSA-Region, China und den USA



Quelle: Zephyr-Datenbank, EcoAustria-Berechnungen

**Abbildung 8**

Anteile der Herkunftsregionen des GUO, 2018



Quelle: Zephyr-Datenbank, EcoAustria-Berechnungen

Legend: Deutschland (yellow), Österreich (dark grey), Schweiz (light grey)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	252	217	253	207	192	274	344	403	423	454	464
	99	46	78	90	93	102	150	153	216	189	247
	30	19	50	54	53	76	93	88	82	115	91
	11	9	16	22	29	18	42	48	55	48	54
	1	1	2	2	5	5	17	9	5	8	12
	1	8	9	9	7	7	8	6	6	16	10
	5		2	4	2	2	3	3	3	1	4
					1		3			2	3
	5	3	3	3	3	3	2	7	6	5	
	10	13	12	6	17	13	15	16	25	11	16
<b>Gesamt</b>	<b>414</b>	<b>316</b>	<b>425</b>	<b>397</b>	<b>402</b>	<b>500</b>	<b>677</b>	<b>733</b>	<b>821</b>	<b>849</b>	<b>901</b>

### 3.3. Dauer der Deal-Abschlüsse

Für die Abschätzung der durchschnittlichen Dauer eines Deals werden mehrere Informationen der Zephyr-Datenbank herangezogen. Neben dem Datum des Abschlusses eines Divestment-Deals („Completion“) liegen Informationen über das Datum von Ankündigungen („Announcements“) bzw. das Datum erster Gerüchte („Rumours“) vor. Einschränkend ist jedoch anzumerken, dass diese Informationen nicht für alle Deals zur Verfügung stehen. Unter einem Announcement wird verstanden, dass ein formales Angebot vorgelegt wird oder wenn eines der involvierten Unternehmen bestätigt hat, dass über einen Deal verhandelt wird. In der Variable „Rumours“ wird entweder das Announcement-Datum erfasst oder das Datum von unbestätigten Gerüchten, falls diese dem Announcement-Datum vorausgehen. Damit sind die Announcements eine Teilmenge der Rumours. Ein Datum

für den Abschluss eines Deals (Completion) liegt vor, wenn der Öffentlichkeit der Abschluss bekannt gegeben wurde bzw. – in manchen Fällen – wenn alle Genehmigungen vorliegen. Neben Presseinformationen werden bspw. auch Jahresberichte und Websites der Unternehmen als Quelle herangezogen. Bezüglich der Announcements werden für knapp 40 Prozent der Divestment-Deals in der GSA-Region Zeitspannen zwischen der Ankündigung und dem Abschluss des Deals erfasst, die sich auf einen oder mehrere Tage erstrecken.<sup>7</sup> Bei den Rumours sind es mit 43 Prozent etwas mehr Datenpunkte. Für die weitere Analyse werden alle Deals, die eine Zeitspanne von 0 Tagen aufweisen, d. h., der Tag der Ankündigung entspricht dem Tag des Abschlusses eines Deals, nicht weiter berücksichtigt, da sie keine Informationen bieten und lediglich das Ergebnis verzerren.

<sup>7</sup> Falls eine erste Information über einen Deal erst mit dem Abschluss des Deals an die Öffentlichkeit dringt, dann haben Announcement bzw. Rumours und Completion dasselbe Datum. Diese Datenpunkte werden für die Ermittlung der durchschnittlichen Dauer nicht berücksichtigt.

**Abbildung 9**  
Durchschnittliche Dauer eines Deals in Tagen (d) nach Announcement, 2000-2018



Anmerkung: Durchschnitt der Deals, bei denen der Zeitraum zwischen Announcement und Completion > 0 ist.

Quelle: Zephyr-Datenbank, EcoAustria-Berechnungen





Mit dem Platzen der Dotcom-Blase scheint es zu einer nachhaltigen Verunsicherung und damit verbunden zu einer längeren Deal-Dauer gekommen zu sein.

### Durchschnittliche Divestment-Deal-Dauer in der GSA-Region ein Jahr

Abbildung 9 und Abbildung 10 veranschaulichen die Entwicklung der durchschnittlichen Deal-Dauer zwischen 2000 und 2018. Es zeigt sich, sowohl gemessen am Announcement als auch an Rumours, dass die Dauer über die Jahre hinweg zwar fluktuierte, im Durchschnitt über den gesamten Zeitraum in der GSA-Region aber bei rund einem Jahr liegt. Das entspricht auch den Ergebnissen der empirischen Literatur (Haynes et al., 2003), die besagt, dass die empirischen Schätzungen, bei Unterstellung einer einjährigen Deal-Dauer, die statistisch aussagekräftigsten Ergebnisse liefern.

Im zeitlichen Verlauf lässt sich erkennen, dass es zu Beginn der 2000er-Jahre zu einem deutlichen Anstieg der Deal-Dauer gekommen ist, die auch in den Folgejahren nicht wieder zurückging. Mit dem Platzen der Dotcom-Blase scheint es zu einer nachhaltigen Verunsicherung

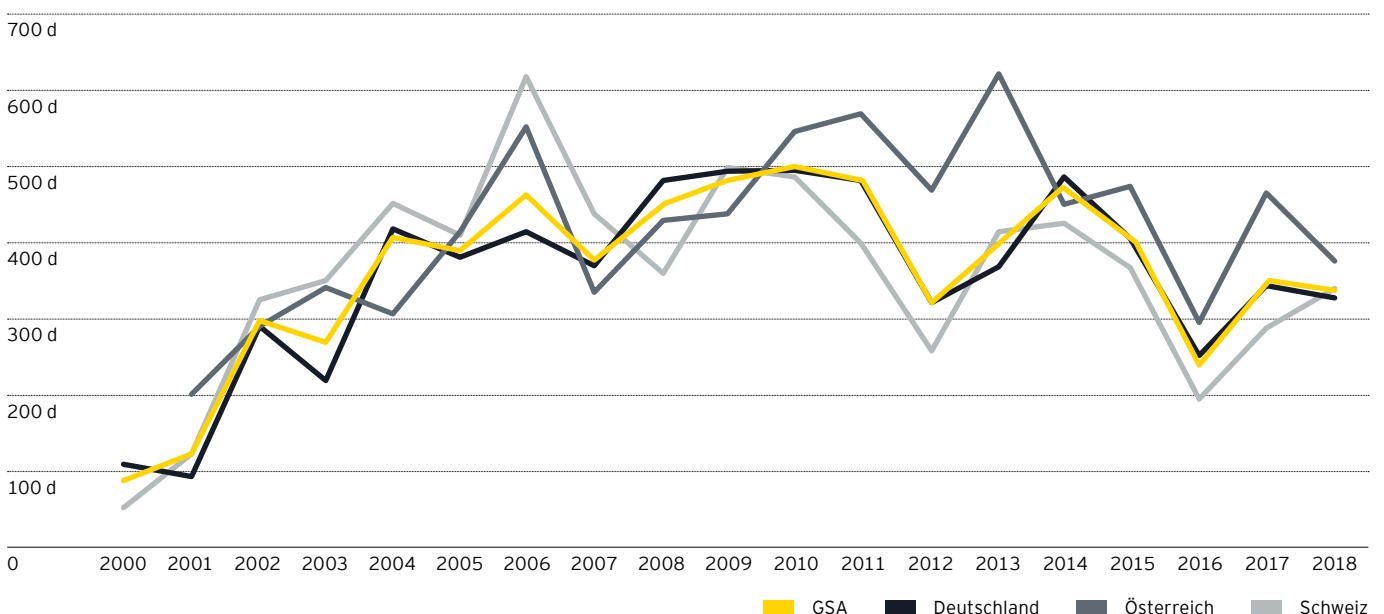
und damit verbunden zu einer längeren Deal-Dauer gekommen zu sein. Dabei zeigen sich zwischen den einzelnen Ländern der betrachteten Region kaum markante Differenzen. Zudem ist die Schwankungsbreite nach der 2009er-Krise gestiegen.

### BIP-Entwicklung und Zinssätze beeinflussen Divestment-Deal-Dauer

Die ökonometrischen Ergebnisse zeigen, dass zwischen Wirtschaftswachstum und durchschnittlicher Deal-Dauer ein statistischer Zusammenhang besteht (siehe Schätzergebnisse in Tabelle 6). Die Tabelle weist die zentralen Gleichungen der statistischen Untersuchung des Zusammenhangs von Wirtschaftswachstum und durchschnittlicher Deal-Dauer für die EU-15-Länder und die Schweiz aus. Es ist ein negativer Zusammenhang mit dem Wirtschaftswachstum erkennbar, da mit der durchschnittlich besseren Ertragsituation der Unternehmen das Risiko des Kaufs eines Divestment-Unternehmens niedriger ausfällt.

Abbildung 10

Durchschnittliche Dauer eines Deals in Tagen (d) nach Rumours, 2000-2018



Anmerkung: Durchschnitt der Deals, bei denen der Zeitraum zwischen Rumour und Completion > 0 ist.

Quelle: Zephyr-Datenbank, EcoAustria-Berechnungen



Dies spricht für einen niedrigeren Zeitaufwand für Informationsbeschaffung und Verhandlungen. Die Auswirkung der Konjunktur zieht sich nach den Ergebnissen über den gesamten Verhandlungszeitraum, der im Schnitt bei rund einem Jahr liegt. Somit liegt nicht nur ein Einfluss des BIP-Wachstums des vorangegangenen Jahrs des Deal-Abschlusses vor, sondern auch ein solcher desselben Jahres. So zeigt sich, dass eine Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate um einen Prozentpunkt die Länge der Deals um 12 Tage (Schätzgleichung 1, wenn nur das vorangegangene BIP berücksichtigt wird) bis zu 22 Tage (Schätzgleichungen 3 und 4 bei Addition der Effekte des vorjährigen und zeitgleichen BIP) reduziert. Der Einfluss unterscheidet sich in der GSA-Region

nicht signifikant von den anderen europäischen Ländern. Die Koeffizienten der Variablen BIP-Wachstum GSA (t) und (t-1) sind nicht signifikant von null verschieden. In den Gleichungen (5) bis (7) wird zudem der Einfluss von Aktienmarktbebewegungen und Zinssätzen (mit Interbankenzinssatz als Proxy) berücksichtigt. Im Falle der Zinssätze zeigt sich ein negativer, aber geringer Einfluss auf die Länge der Deals. So verkürzt sich die Deal-Dauer um 10 bis 15 Tage, wenn der Zinssatz im vergangenen Jahr um einen Prozentpunkt gestiegen ist. Der negative Einfluss kann darauf zurückzuführen sein, dass hohe Zinsen und damit hohe Finanzierungskosten den Käufer dazu veranlassen, eine raschere Einigung anzustreben. Bei Aktienmarktbebewegungen ist kein statistischer Effekt auf die durchschnittliche

**Tabelle 6**  
Einfluss des Wirtschaftswachstums auf die Dauer der Divestment-Deals (in Tagen), 1997-2018

Abhängige Variable: Deal-Dauer	Gleichung (1)	Gleichung (2)	Gleichung (3)	Gleichung (4)	Gleichung (5)	Gleichung (6)	Gleichung (7)
BIP-Wachstum (t)	-12,5*** (3,076)	-6,47** (3,099)	-7,19** (3,135)	-7,25** (3,158)	-3,70 (2,997)	-7,81*** (3,027)	-4,37 (2,985)
BIP-Wachstum (t-1)		-14,96*** (2,609)	-14,62*** (2,616)	-14,5*** (2,747)	-14,89*** (2,814)	-12,23*** (2,651)	-12,92*** (2,916)
BIP-Wachstum GSA (t)			13,14 (9,369)	13,25 (9,408)			
BIP-Wachstum GSA (t-1)				-1,67 (9,145)			
Δ Aktienmarktindex (%) (t-1)					0,49 (0,394)		0,37 (0,394)
Δ Zinssatz (%-Punkten) (t-1)						-15,33*** (4,175)	-9,90** (4,282)
Dummy 2009	58,43 (36,957)	69,63** (35,078)	80,02-- (35,794)	80,05** (35,856)	88,84*** (34,812)	105,31*** (36,987)	113,33*** (36,096)
Anzahl Länder	16	16	16	16	15	15	15
Beobachtungen	299	299	299	299	266	280	266
R-Quadrat (within)	0,11	0,21	0,21	0,21	0,19	0,26	0,18
R-Quadrat (gesamt)	0,06	0,18	0,20	0,20	0,17	0,23	0,12

Anmerkungen: Standardabweichung in Klammern, \*\*\*/\*\*/\* signifikant auf dem 1-/5-/10%igem Niveau.

Quelle: Zephyr, OECD Economic Outlook, EcoAustria-Berechnungen



Deal-Dauer feststellbar. Interessant ist des Weiteren, dass die durchschnittliche Deal-Dauer während der Wirtschafts- und Finanzkrise 2009 um mindestens 70 Tage höher war als in den anderen Jahren. Dies spiegelt die großen Unsicherheiten über die weitere wirtschaftliche Entwicklung und die Schwierigkeit der Einschätzung der finanziellen Situation von Unternehmen wider. Zusammenfassend kann man festhalten, dass ein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen der Deal-Dauer und der wirtschaftlichen Entwicklung sowie Zinssätzen gegeben ist. Insgesamt sprechen die identifizierten empirischen Zusammenhänge für eine fortlaufende Beobachtung des Divestment-Umfelds im Rahmen des strategischen Portfolio-Managements und bei der Planung von Divestment-Aktivitäten. Hierbei können auch externe Dienstleister eine wichtige Rolle spielen.

### Divestment-Deal-Dauer mit US-Beteiligung deutlich geringer

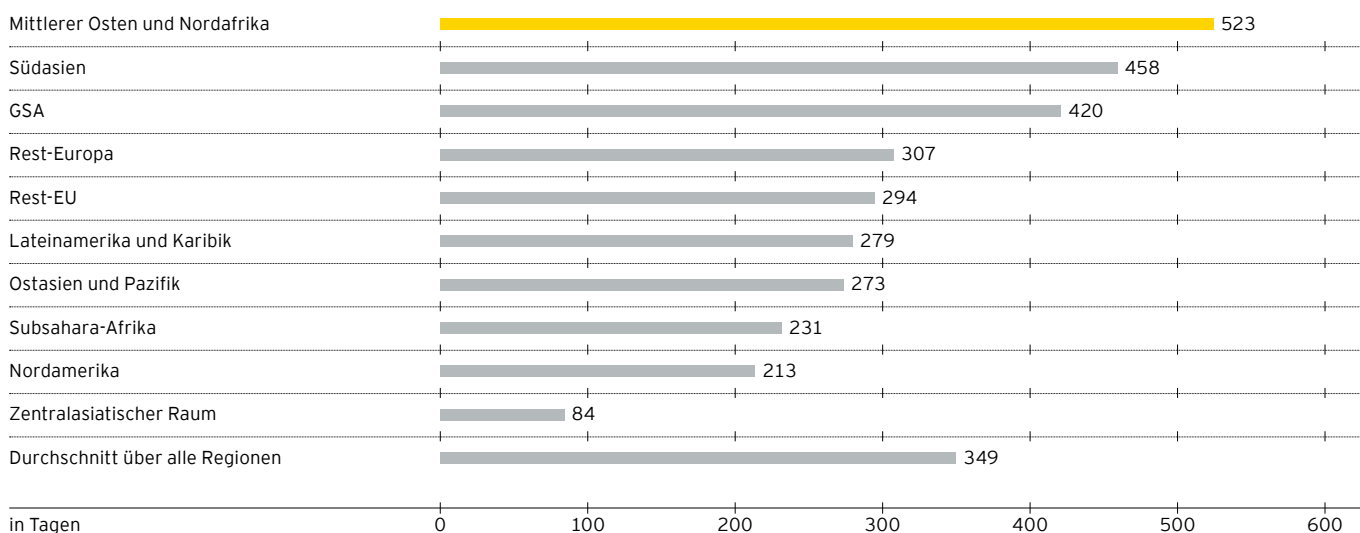
Unterscheidet man die Dauer nach der Region des Käufers, dann zeigt sich interessanterweise, dass Deals, bei denen der GUO des Käufers aus der GSA-Region stammt, mit 420 Tagen eine überdurchschnittlich lange

Dauer bis zur endgültigen Umsetzung des Deals aufweisen. Eine sehr kurze Dauer zeigt sich bei Deals, bei denen der Käufer aus Nordamerika stammt. Die gerade im Vergleich zur GSA-Region stärker ausgeprägte Neigung zu Unternehmenskäufen und -verkäufen und damit verbunden eine höhere Frequenz bei Akquisitionen und Divestments können eine Erklärung dafür sein. Im Vergleich zwischen den USA und der EU können darüber hinaus Verfahren im Rahmen der Fusionskontrolle auf europäischer Ebene eine Rolle spielen, die bei Deals innerhalb der EU häufiger einbezogen ist.



**Eine sehr kurze Dauer zeigt sich bei Deals, bei denen der Käufer aus Nordamerika stammt.**

**Abbildung 11**  
Durchschnittliche Dauer eines Deals in Tagen (Announced, nach Herkunft des GUO)



Quelle: Zephyr-Datenbank, EcoAustria-Berechnungen (Werte gerundet)



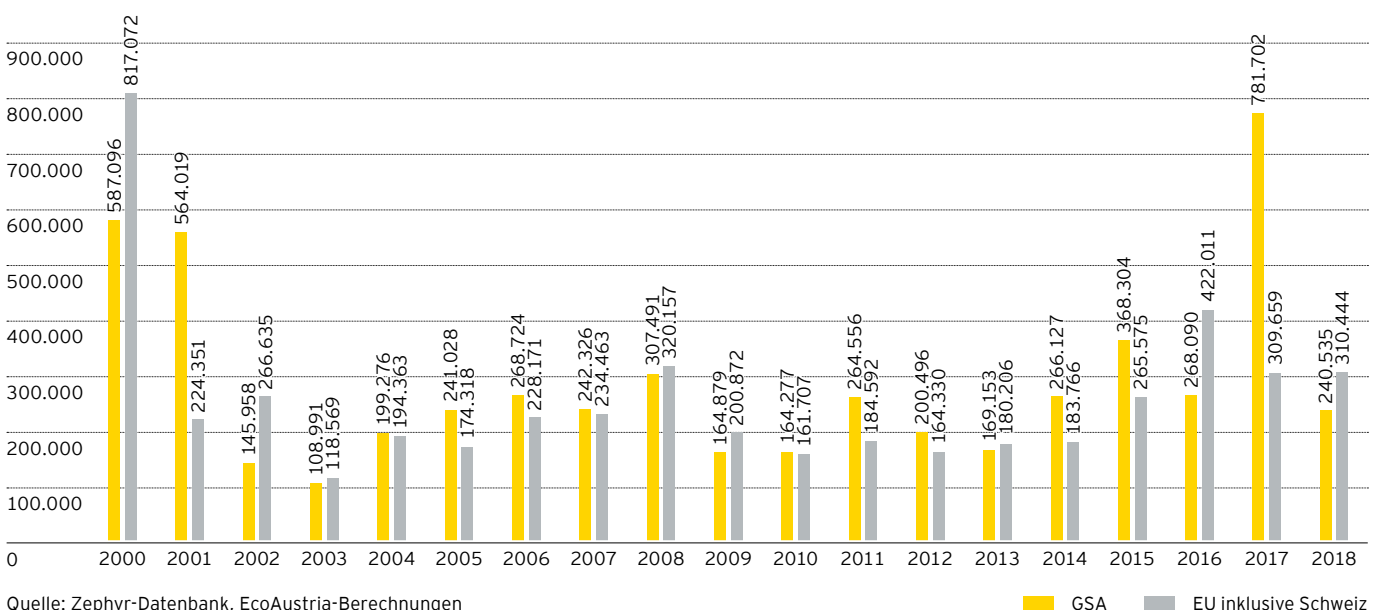
### 3.4. Divestments und Deal Values

Der Deal-Value entspricht dem Betrag, den ein Käufer für die Beteiligung am Divestment-Unternehmen bezahlt. Dabei wird der Wert entweder auf Basis des Aktienkurses einer börsennotierten Unternehmung ermittelt oder auf Basis einer Nachrichtenmeldung identifiziert. Dennoch liegen in der Zephyr-Datenbank, auch wenn die Betreiber der Datenbank mehrere Datenquellen heranziehen, für eine Vielzahl von Divestment-Aktivitäten keine Informationen über den Deal-Value vor. Dies ist einerseits die Folge davon, dass über den Kaufpreis keine öffentlichen Informationen eruiert sind, und andererseits, dass es sich oft nicht um börsennotierte Unternehmen handelt, wie beispielsweise GmbHs. Im Schnitt liegen für die GSA-Region und die restlichen EU-Mitgliedstaaten für etwas über 30 Prozent der Fälle Informationen über den Deal-Value vor; in der GSA-Region allein beläuft sich der Anteil auf etwas über 20 Prozent. Zusätzlich ist der Erfassungsgrad im Laufe der Jahre als Folge der stark gestiegenen Fallzahl rückläufig. Dementsprechend sind die nachfolgenden Analysen mit Vorsicht zu interpretieren. Daher werden lediglich Informationen über die zeitliche Entwicklung des durchschnittlichen Deal-Values präsentiert und nicht über die Summe oder die Verteilung.

#### Kaum Unterschiede bei Deal Values zwischen GSA-Region und EU

Die Höhe und die Entwicklung des durchschnittlichen Deal Value ist in Abbildung 12 dargestellt. Es ist darauf hinzuweisen, dass wegen der Verzerrung der überproportionalen Erfassung von börsennotierten Divestment-Targets der durchschnittliche Deal Value überzeichnet sein könnte. Insbesondere kleinere Targets werden kaum erfasst sein. In Bezug auf die erfassten Deal Values lag der Durchschnitt in der Vergangenheit in der EU (inkl. Schweiz) zwischen 120 Mio. Euro und 820 Mio. Euro, in der GSA-Region zwischen 110 Mio. Euro und 780 Mio. Euro. Hier zeigen sich nur sehr geringe Unterschiede zwischen der EU insgesamt und der GSA-Region. In Bezug auf den zeitlichen Verlauf zeichnet sich, wie zu erwarten, ein deutlicher Einfluss der Situation des Aktienmarktes ab. Mit dem Platzen der Dotcom-Blase sind die Deal Values deutlich zurückgegangen, um im Anschluss bis zur Finanzkrise wieder deutlich zuzulegen. In den darauffolgenden Jahren sind sie wiederum eingebrochen und haben sich erst seit 2015 (zumindest in der EU und der Schweiz) wieder erholt. In der GSA-Region ist bereits seit dem Jahr

**Abbildung 12**  
Durchschnittlicher Deal Value in EU (plus Schweiz) und in der GSA-Region (in 1.000 Euro)



2014 ein merklicher Anstieg zu verzeichnen, der auch ausgeprägter ausfiel. Im letzten Jahr kam es dann wieder zu einer Abflachung.

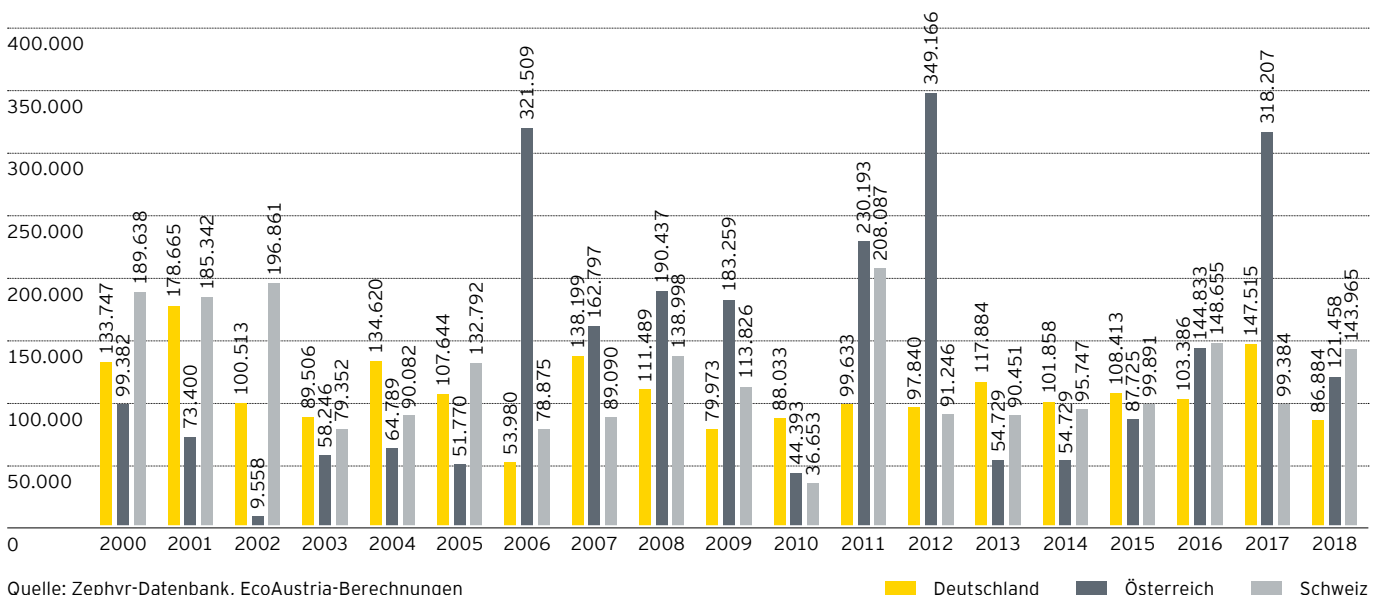
Betrachtet man die durchschnittlichen Deal Values in den Ländern der GSA-Region (siehe Abbildung 13), dann ist wegen der geringeren Anzahl der Deals die Varianz deutlich größer als im EU-Raum insgesamt. Im Zusammenspiel mit der nur teilweisen Erfassung der Deal Values haben einzelne Fälle bereits ein erhebliches Gewicht. Beispielsweise ist in der Schweiz im Jahr 2017 der Verkauf von Syngenta für 37,7 Mrd. Euro (41,9 Mrd. CHF) bzw. von Actelion für 25,8 Mrd. Euro (28,7 Mrd. CHF) und in Österreich der Verkauf der Bank Austria für 7,8 Mrd. Euro relevant. Um eine glattere Entwicklung zu präsentieren, wurden „Ausreißer“, d. h. Deal Values mit einem Wert von über 1 Mrd. Euro bzw. weniger als 1 Mio. Euro, nicht berücksichtigt. Prinzipiell lässt sich jedoch auch für die einzelnen Länder ein ähnliches Profil wie für Europa insgesamt ausmachen. Zieht man den Mittelwert der Deal Values (inklusive Ausreißer) über den gesamten betrachteten Zeitraum heran, dann belief sich dieser in der EU und der Schweiz auf rund 260 Mio. Euro pro Deal, in der

GSA-Region mit 290 Mio. Euro auf etwas mehr. Für einzelne Länder in der GSA-Region belaufen sich die entsprechenden Zahlen auf 207 Mio. Euro (DE), 375 Mio. Euro (AT) und 575 Mio. Euro bzw. 791 Mio. CHF<sup>8</sup> (CH). Dementsprechend sind die durchschnittlichen Deal Values in Österreich deutlich höher als in Deutschland. In der Schweiz fallen sie nochmals markant höher aus.



8 Diese Umrechnung basiert auf dem durchschnittlichen Referenzwechselkurs der EZB für Schweizer Franken im Durchschnitt der Periode 2000-2018 (1 EUR = 1,376331 CHF).

**Abbildung 13**  
Durchschnittlicher Deal Value in der GSA-Region (in 1.000 Euro, ohne „Ausreißer“)



## Positiver Zusammenhang zwischen allgemeinem Unternehmensbewertungsumfeld und Deal Values

Bezieht man die Deal Values in der EU plus Schweiz<sup>9</sup> der einzelnen Jahre, gemessen in Relation zum Durchschnitt über den gesamten Zeitraum, auf die Entwicklung des DAX-Wertes als Proxy für das Unternehmensbewertungsumfeld in Europa (Jahresdurchschnitte in Relation zum Durchschnitt des gesamten Zeitraums), dann zeigt sich ein positiver Zusammenhang (siehe Abbildung 14). Vor dem Hintergrund, dass der Erfassungsgrad über die Zeit unterschiedlich hoch ausfällt, ist die Stärke des Zusammenhangs (auf R<sup>2</sup>-Basis) hoch. Die Entwicklung des Unternehmensbewertungsumfelds, gemessen an der Aktienmarktentwicklung, ist demnach ein wesentlicher Treiber für die Deal Values. Die Aktienmarktentwicklung

beeinflusst somit sowohl den Deal Value als auch die Anzahl der Divestments (siehe Schätzergebnisse in Tabelle 3). Für das strategische Portfolio-Management bedeutet das, dass bei der Planung von Divestment-Aktivitäten das generelle Unternehmensbewertungsumfeld unbedingt mit berücksichtigt werden sollte, da mit einem günstigen Timing der Deals die Verkaufserlöse höher ausfallen können.

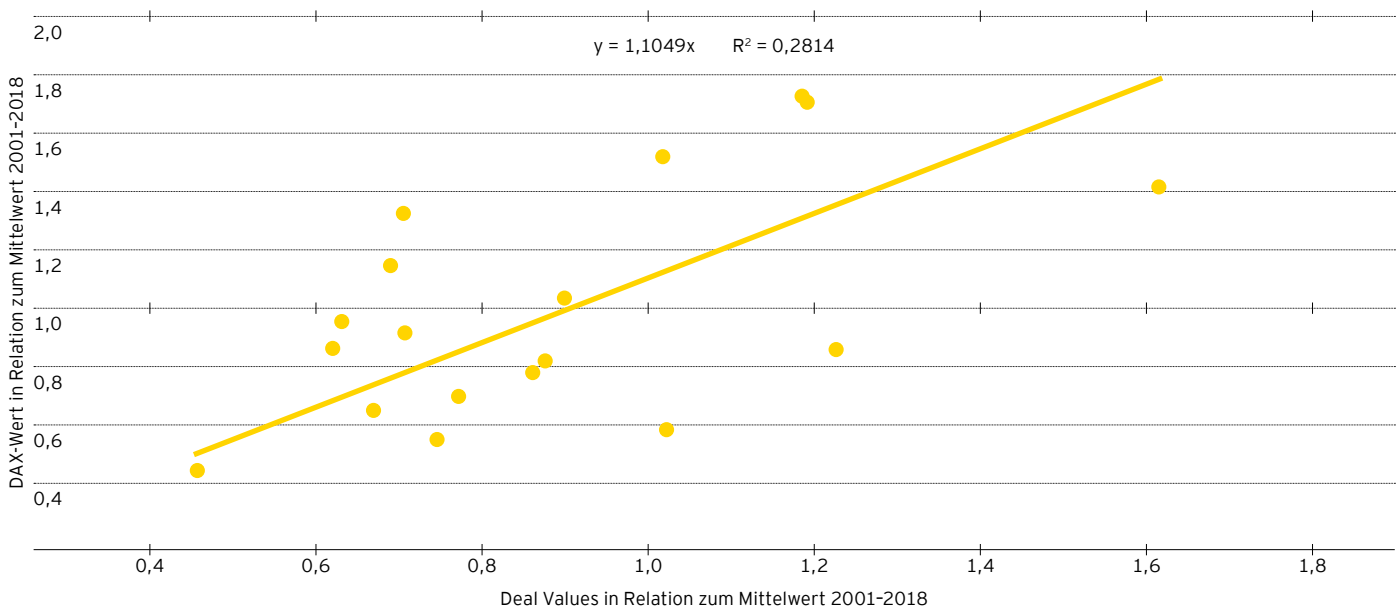
“

Die Aktienmarktentwicklung ist ein wesentlicher Treiber für Deal Values.

<sup>9</sup> Wegen der besseren Datenqualität wurde nur der gesamte EU-Raum inklusive der Schweiz herangezogen. Die Werte für die einzelnen GSA-Länder wären zu stark von Einzelfällen beeinflusst.

Abbildung 14

Zusammenhang zwischen Deal Values (EU und die Schweiz) und Aktienkursentwicklung (DAX)



Quelle: Zephyr-Datenbank, OeNB, EcoAustria-Berechnungen



---

## 3.5. Sektorale Struktur von Divestments

---

Eine wesentliche Einflussgröße auf die Unternehmensstruktur und damit auch auf das Divestment-Ausmaß stellt die sektorale Zusammensetzung einer Ökonomie dar. Obwohl Target und Käufer eine sehr starke regionale Übereinstimmung zeigen, ist davon auszugehen, dass stärker international ausgerichtete Wirtschaftssektoren wie bspw. die Industrie einen höheren Anteil an Divestments aufweisen als Sektoren, die wirtschaftlich regionaler tätig sind – allein schon weil Unternehmen in diesen Sektoren einem größeren internationalen Wettbewerb ausgesetzt sind und damit auf Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld intensiver reagieren müssen.

### Divestment-Targets in der GSA-Region vor allem in der Industrie und im IKT-Bereich

Die Anteile der jeweiligen Wirtschaftssektoren an den Divestments, bezogen auf das Target, sind in Abbildung 15 dargestellt. Von herausragender Bedeutung für Divestments ist der Wirtschaftssektor „Verarbeitendes Gewerbe und Herstellung von Waren“ (C).<sup>10</sup> Innerhalb der EU inklusive der Schweiz beläuft sich der Anteil auf 28 Prozent, d. h., mehr als jede vierte Divestment-Aktivität findet in diesem Sektor statt. In der GSA-Region ist die Bedeutung noch erheblich größer. Fast vier von zehn Divestment-

---

<sup>10</sup> Eine Liste der Sektoren mit den zugehörigen Bezeichnungen findet sich im Appendix.





## Das verarbeitende Gewerbe ist bei den Divestment-Aktivitäten dominant, gefolgt vom Sektor Information und Kommunikation.

Aktivitäten entfallen auf das verarbeitende Gewerbe bzw. die Herstellung von Waren (C). Dies ist teilweise auch darauf zurückzuführen, dass das verarbeitende Gewerbe in der GSA-Region mit einem Wertschöpfungsanteil von über 22 Prozent einen höheren Stellenwert aufweist als in der EU inklusive der Schweiz mit 16,5 Prozent (im Jahr 2017, im Jahr 2000 noch 18,6 Prozent).

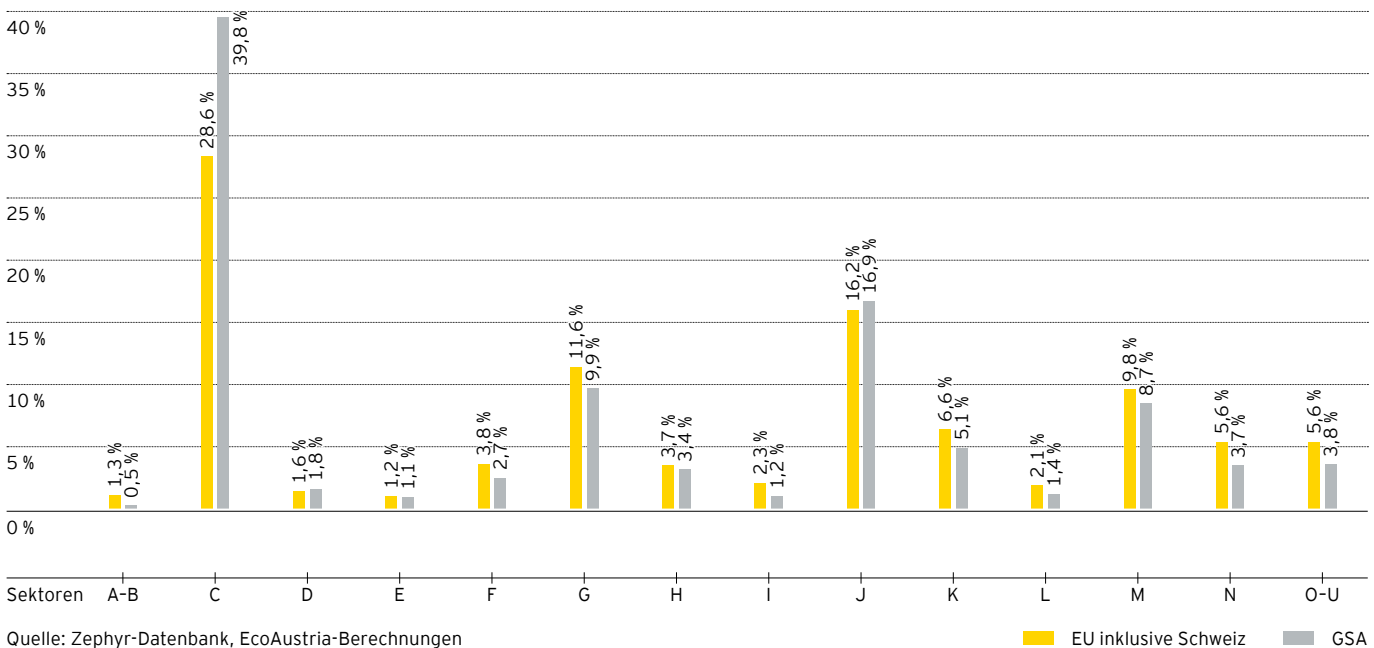
Der Wirtschaftssektor mit den zweithäufigsten Divestment-Aktivitäten ist der Sektor „Information und Kommunikation“ (J), auf den rund jede sechste Aktivität entfällt. Die Sektoren „Handel und Instandhaltung und Reparatur von Fahrzeugen“ (G), und „Erbringung von freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Dienstleistungen“ (M), nehmen mit jeweils etwa 10 Prozent ebenfalls eine wichtige Rolle. Folglich sind die sektoralen Strukturen der Divestment-Deals in der EU inklusive Schweiz und der GSA-Region miteinander vergleichbar, auch wenn das verarbeitende Gewerbe (C) in der GSA-Region eine größere Bedeutung hat.

### Geringe Unterschiede bei der Sektorenzusammensetzung

Betrachtet man die drei Länder der GSA-Region, dann ist auch hier die Sektorenverteilung sehr ähnlich. Mit 34,0 Prozent in Österreich bis 41,3 Prozent in Deutschland ist das verarbeitende Gewerbe bei den Divestment-Aktivitäten dominant. Auch der Sektor „Information und Kommunikation“ (J) steht in allen drei Ländern an zweiter Stelle. Im Vergleich zu Deutschland ist in Österreich das verarbeitende Gewerbe bzw. die Herstellung von Waren (C) von etwas geringerer Bedeutung, während „Handel sowie Instandhaltung und Reparatur von Fahrzeugen“ (G) und „Information und Kommunikation“ (J) etwas bedeutender sind. In der Schweiz finden im Gegensatz dazu im Bereich „Information und Kommunikation“ (J) weniger Divestments statt, im Sektor „Erbringung von Finanz- und Versicherungsdienstleistungen“ (K) hingegen mehr. Dies korrespondiert aber auch mit dem deutlich größeren Wertschöpfungsanteil der Finanz- und Versicherungsdienstleistungen in der Schweiz.

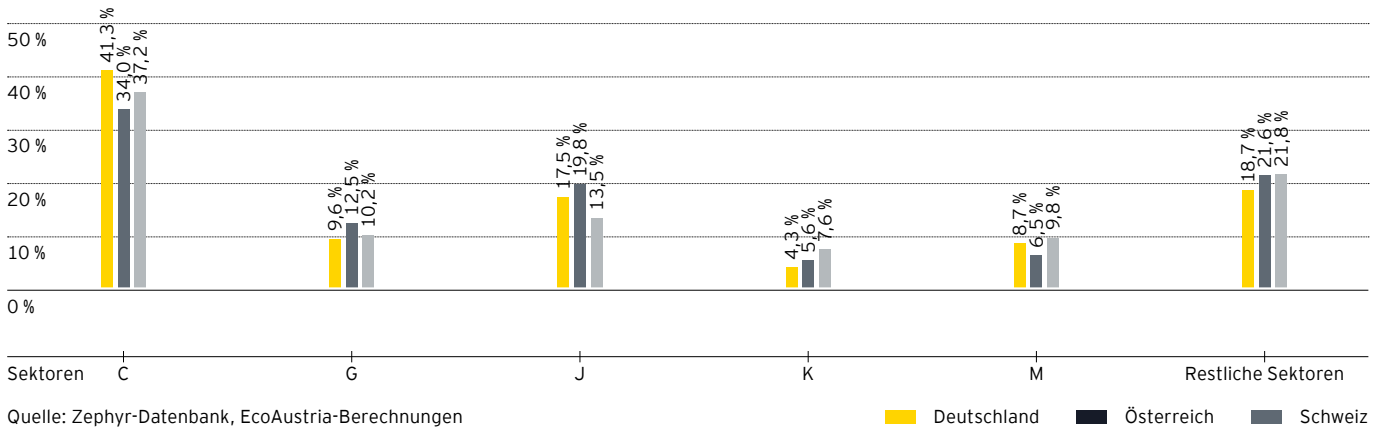
Abbildung 15

Anteile der jeweiligen Wirtschaftssectoren an den Divestment-Fällen (2000-2018)



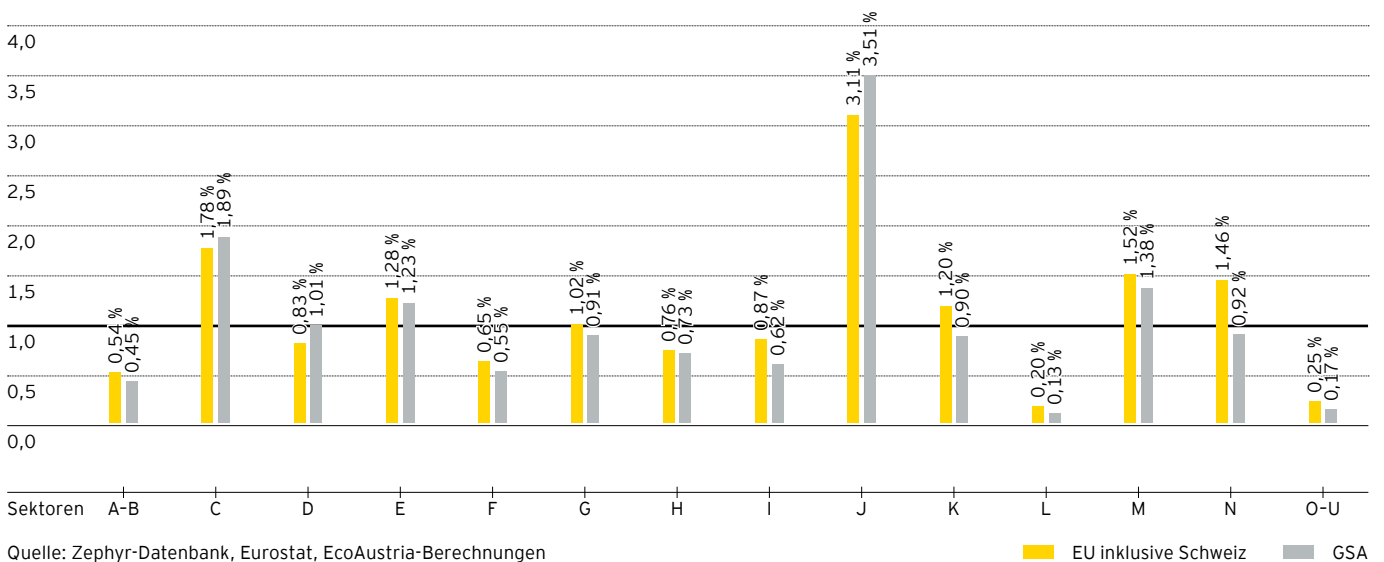
**Abbildung 16**

Anteile der jeweiligen Wirtschaftssektoren an den Divestment-Fällen (2000-2018) in den Ländern der GSA-Region



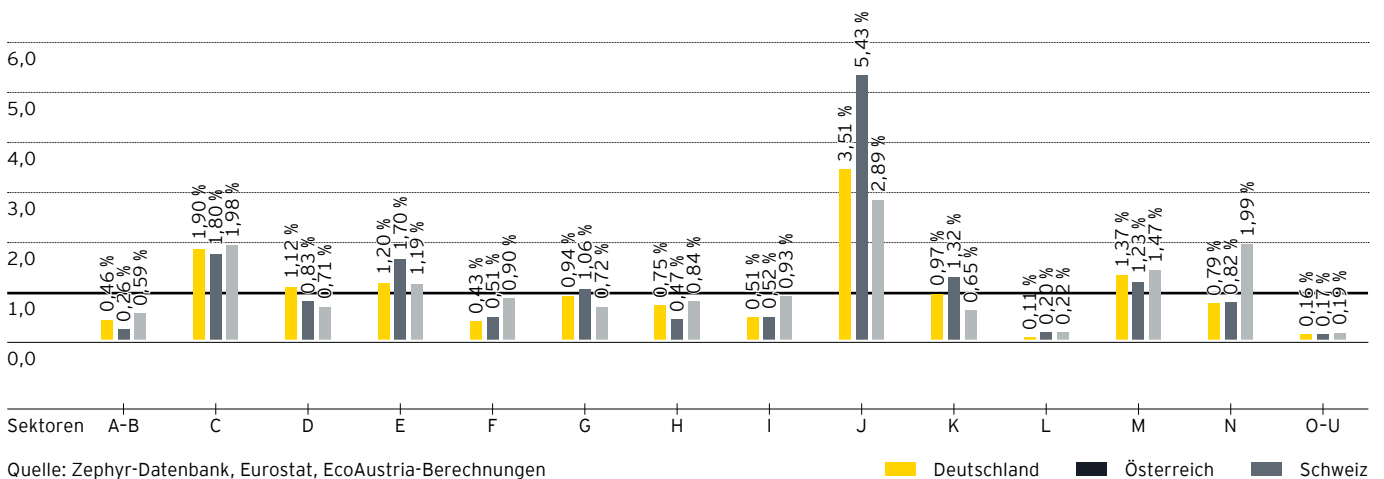
**Abbildung 17**

Bedeutung von Divestment-Fällen in einzelnen Sektoren (2000-2016); Anteil der Divestments des Sektors in Relation zum Anteil der Bruttowertschöpfung



**Abbildung 18**

Bedeutung von Divestment-Fällen in einzelnen Sektoren (2000-2016) in Ländern der GSA-Region; Anteil der Divestments des jeweiligen Sektors in Relation zum Anteil der Bruttowertschöpfung

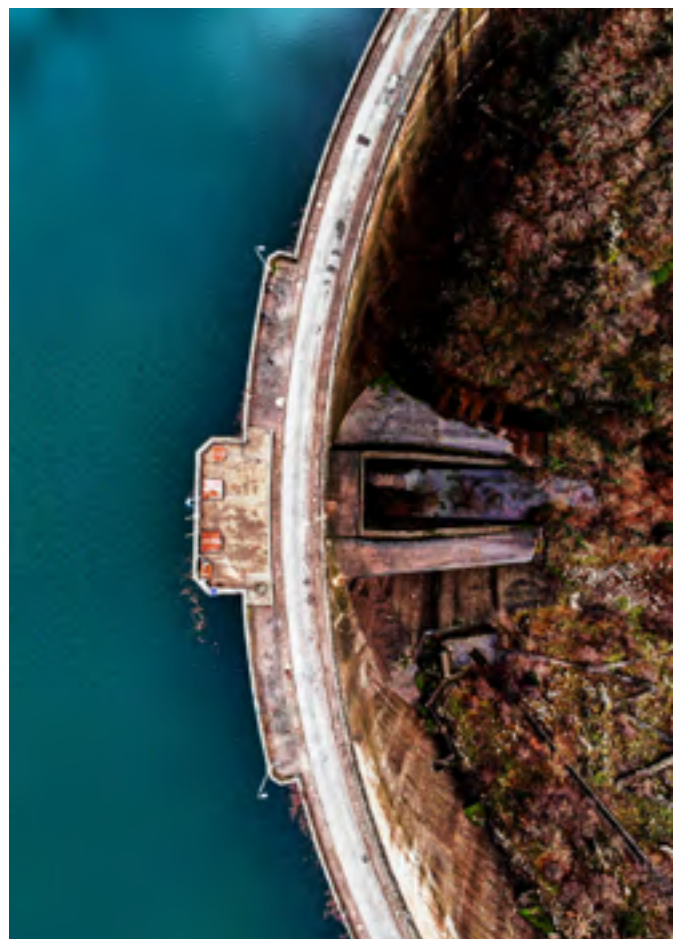




## Kaum sektorale Unterschiede zwischen der GSA-Region und der EU

Setzt man den Anteil der Divestment-Deals eines Sektors in Relation zum Anteil der Bruttowertschöpfung<sup>11</sup> des Sektors, dann erhält man ein normiertes Maß. Ein Verhältnis von 1 besagt, dass der Anteil der Divestment-Deals eines Sektors dessen Anteil der Wertschöpfung entspricht. In diesem Fall spielt Divestment eine durchschnittliche Rolle. Ein Wert größer

11 Prinzipiell wäre die Anzahl der Unternehmen, insbesondere der mittleren und großen, ein wesentlich besserer Indikator. Die Datenlage in Bezug auf die Anzahl der Unternehmen ist jedoch problematisch, sodass auf die Bruttowertschöpfung zurückgegriffen wird.



als 1 in einem Sektor bedeutet ein überdurchschnittliches Ausmaß von Divestments und ein Wert kleiner als 1 ein unterdurchschnittliches. Die Ergebnisse für die einzelnen Wirtschaftssektoren für die EU plus Schweiz, die GSA-Region und die einzelnen Länder der GSA-Region sind in den Abbildungen 17 und 18 dargestellt. Besondere Bedeutung auf der Ebene der EU plus Schweiz weisen demnach Divestments in den Wirtschaftssektoren Verarbeitendes Gewerbe (C), Wasserversorgung (E), Information und Kommunikation (J), Erbringung von freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Dienstleistungen (M) und Sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen (N) auf, wobei der Sektor „Information und Kommunikation“ (J) mit einem Wert von 3,11 besonders hervorsteicht. Für das Verarbeitende Gewerbe (C) beträgt der Wert nur noch 1,78. Demgegenüber sind in den Bereichen Öffentliche Verwaltung, Gesundheit etc. (O-U), Grundstücks- und Wohnungswesen (L) sowie Land- und Forstwirtschaft und Bergbau (A-B) Divestments kaum relevant.

Das Bild der relativen sektoralen Bedeutung von Divestments auf EU-Ebene spiegelt sich auch in der GSA-Region wider. In den Wirtschaftssektoren Verarbeitendes Gewerbe (C) und Information und Kommunikation (J) sind Divestments noch etwas bedeutender, während in den Sektoren Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie (I) und Erbringung von Finanz- und Versicherungsdienstleistungen (K) das relative Ausmaß von Divestments niedriger ausfällt. Über die gesamten Sektoren betrachtet weisen die EU und die GSA-Region ein bemerkenswert ähnliches Bild auf.

Vergleicht man die einzelnen Länder der GSA-Region miteinander (siehe Abbildung 18), dann finden sich in Österreich überdurchschnittliche Werte in den Sektoren Wasserversorgung (E), Information und Kommunikation (J) und Erbringung von Finanz- und Versicherungsdienstleistungen (K), bei geringerer Relevanz im Sektor Verkehr und Lagerei (H). In der Schweiz stechen die Wirtschaftssektoren Erbringung von sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen (N), Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie (I) und das Baugewerbe/Bau (F) gegenüber den anderen beiden Ländern der GSA-Region heraus. Insgesamt fallen die sektoralen Unterschiede in Bezug auf Divestments in der GSA-Region eher gering aus.



## Insgesamt fallen die sektoralen Unterschiede in Bezug auf Divestments in der GSA-Region eher gering aus.

### Sektorenverteilung der Divestment-Aktivitäten über die Zeit stabil

Die jährlichen Ergebnisse zeigen, dass diese strukturellen Ergebnisse über die Bedeutung der einzelnen Sektoren für Divestments relativ stabil sind. Vergleicht man bspw. die Aufteilung auf die einzelnen Sektoren der Jahre 2012 bis 2018 nach der Finanz- und Wirtschaftskrise mit derjenigen der Jahre 2000 bis 2011, dann nimmt das Verarbeitende Gewerbe (C) sowohl auf EU-Ebene mit 5,3 Prozentpunkten als auch in der GSA-Region mit 7 Prozentpunkten ab. Dies spiegelt sich in einer Zunahme des Anteils insbesondere von Information und Kommunikation (J) und der Erbringung von freiberuflichen, wissenschaftlichen und

technischen Dienstleistungen (M) wider. Der Rückgang der Bedeutung des Verarbeitenden Gewerbes in der GSA-Region ist auf die Entwicklung in Deutschland und der Schweiz zurückzuführen. In Österreich ist der Anteil hingegen sehr stabil, wobei festzuhalten ist, dass Österreich den kleinsten Anteil unter den drei Ländern und die GSA-Region im EU-Vergleich einen sehr hohen Anteil des Verarbeitenden Gewerbes aufweist (siehe Abbildung 15). Der Zuwachs bei der Information und Kommunikation (J) in der GSA-Region ist wiederum auf Deutschland und die Schweiz zurückzuführen. In Österreich ist der Anteil stabil. Zusammenfassend ist die Verteilung zwischen den einzelnen Sektoren trotz gewisser Verschiebungen im Laufe der Zeit vergleichsweise stabil.

**Tabelle 7**

Veränderung der durchschnittlichen Anteile der Wirtschaftssektoren an Divestments zwischen 2000-2011 und 2012-2018 (in Prozentpunkten)

Sektoren Code	Bezeichnung	Regionen				
		EU + Schweiz	D/A/CH	DE	A	CH
A-B	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei, Bergbau	-0,09	-0,09	-0,12	0,50	-0,23
C	Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren	-5,27	-6,70	-6,91	-0,85	-10,34
D	Energieversorgung	0,42	0,06	0,33	0,69	-1,36
E	Wasserversorgung, Abwasser- und Abfallentsorgung und Beseitigung von Umweltverschmutzungen	-0,25	-0,12	-0,45	0,43	0,74
F	Baugewerbe/Bau	-0,35	0,32	0,13	2,97	0,47
G	Handel, Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen	-1,06	-1,49	-0,37	-3,77	-3,93
H	Verkehr und Lagerei	-0,49	-0,11	0,14	0,10	-1,25
I	Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie	0,04	-0,16	0,12	0,10	-0,88
J	Information und Kommunikation	4,01	5,55	5,33	-1,01	8,96
K	Erbringung von Finanz- und Versicherungsleistungen	-0,19	-0,03	-0,35	-1,44	2,41
L	Grundstücks- und Wohnungswesen	0,21	-0,04	0,04	0,40	-0,36
M	Erbringung von freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Dienstleistungen	2,30	1,41	0,78	1,20	3,62
N	Erbringung von sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen	-0,18	0,30	0,36	0,61	0,03
O-U	Sonstige Dienstleistungen	0,93	1,11	0,98	0,05	2,11

Quelle: Zephyr-Datenbank, EcoAustria-Berechnungen

## Konzentration aufs Kerngeschäft wichtiger Grund für Divestment-Aktivitäten

In einem weiteren Schritt wird im Folgenden untersucht, inwiefern Verkäufer und Target bzw. Käufer und Target demselben Wirtschaftssektor zugehörig sind. Die theoretischen und empirischen Arbeiten liefern Aussagen dahin gehend, dass Verkäufer häufig durch die Divestment-Aktivität die Diversifizierung verringern. Diesem Aspekt wird nachgegangen, indem die sektorale Übereinstimmung des Verkäufers mit dem Target mit jener des Käufers mit dem Target verglichen wird.<sup>12</sup> Die Daten zeigen, dass die sektorale Übereinstimmung zwischen Verkäufer und Target erheblich geringer ist als zwischen Käufer und Target (siehe hierzu Tabelle 8). Zwischen Verkäufer und Target gab es im Zeitraum der Jahre 2000 bis 2011 auf Sektorebene eine Übereinstimmung in rund 35 bis

40 Prozent der Fälle. Zwischen Käufer und Target belief sich die Übereinstimmung auf etwa 55 Prozent. Somit hat sich die Diversifikation der Unternehmen durch die Divestment-Aktivitäten durchschnittlich verringert. Dies entspricht den Ergebnissen der wissenschaftlichen Literatur, die davon ausgeht, dass eher jene Unternehmen verkauft werden, die nicht zum eigenen Kerngeschäft gehören. Im Zeitverlauf hat sich diese Divergenz noch verstärkt. In den Jahren 2012 bis 2018 bestand in nur noch weniger als 30 Prozent der Fälle eine Übereinstimmung zwischen Verkäufer und Target. Zwischen Käufer und Target hat sich im Gegensatz dazu die Übereinstimmung auf etwa 60 Prozent noch weiter erhöht. Somit hat sich in den letzten Jahren der Trend zu geringerer Diversifikation als Folge von Divestments noch verstärkt. Die einzelnen Länder der GSA-Region weichen vom europäischen Umfeld kaum ab, so dass von einer internationalen Entwicklung auszugehen ist.

12 Mehrere Aspekte sind zu beachten. Auf der Verkäuferseite stehen Sektoreninformationen in 50 bis 60 Prozent (je nach betrachteter Gruppe bzw. Land) der Fälle zur Verfügung, auf der Käuferseite beinahe vollständig. Dies verzerrt das Bild möglicherweise etwas. Zweitens wurden für manche Unternehmen (Target, Käufer und Verkäufer) mehrere NACE-Zuteilungen angegeben. Für die Analyse wird die erstgenannte NACE-Klassifikation für die Zuordnung herangezogen. Diese Problematik wird verringert, indem auf die oberste NACE-Unterteilung abgestellt wird.

**Tabelle 8**  
Übereinstimmung der NACE-Sektoreinteilung auf Abschnittsebene zwischen Verkäufer und Target bzw. Käufer und Target (Zeiträume 2000-2011 bzw. 2012-2018)

Sektorübereinstimmung nach Zeiträumen	Verkäufer-Target		Käufer-Target	
	2000-2011	2012-2018	2000-2011	2012-2018
EU inklusive Schweiz	35,0 %	26,5 %	55,1 %	59,9 %
GSA	40,0 %	29,9 %	55,4 %	60,4 %
Deutschland	41,1 %	29,2 %	56,0 %	60,9 %
Österreich	36,0 %	32,9 %	51,1 %	59,1 %
Schweiz	38,4 %	31,3 %	55,7 %	58,8 %

Quelle: Zephyr-Datenbank, EcoAustria-Berechnungen

In Bezug auf China als Investor in der EU bzw. der GSA-Region im Rahmen von Divestment-Aktivitäten lässt sich aus den Daten ermitteln, dass insbesondere im Bereich des Verarbeitenden Gewerbes bzw. der Herstellung von Waren (C) Investitionen getätigt werden. Lediglich der

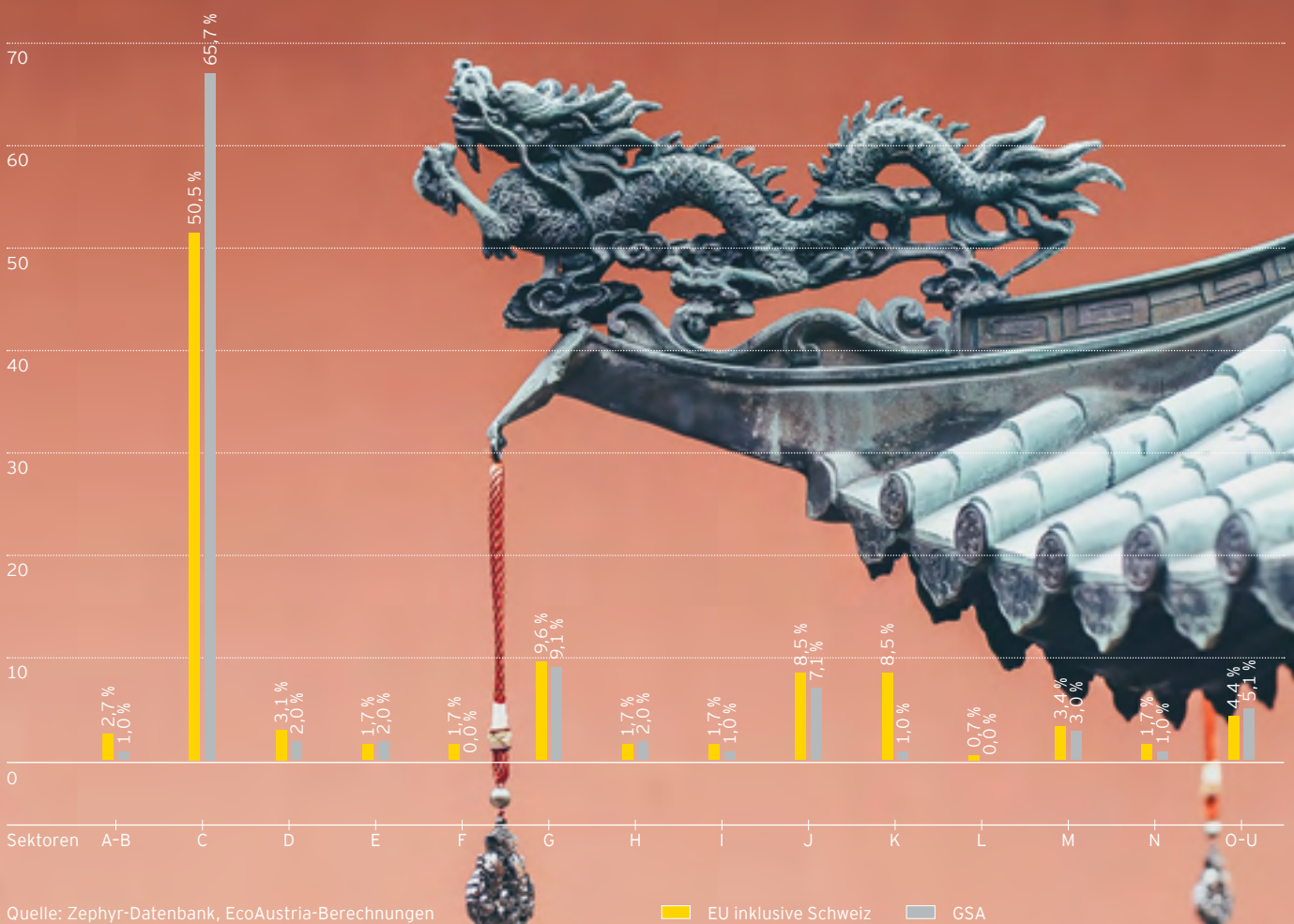
Handel (G) sowie die Sektoren Information und Kommunikation (J) und Erbringung von Finanz- und Versicherungsdienstleistungen (K) (auf EU-Ebene inklusive Schweiz) spielen für die Akquisitionen durch chinesische Unternehmen noch eine gewisse Rolle.



**SEKTOREN:** (A) Land- und Forstwirtschaft, Fischerei, Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden | (B) Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden | (C) Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren | (D) Energieversorgung | (E) Wasserversorgung, Abwasser- und Abfallentsorgung und Beseitigung von Umweltverschmutzungen | (F) Baugewerbe/Bau | (G) Handel, Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen | (H) Verkehr und Lagerei | (I) Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie | (J) Information und Kommunikation | (K) Erbringung von Finanz- und Versicherungsleistungen | (L) Grundstücks- und Wohnungswesen | (M) Erbringung von freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Dienstleistungen | (N) Erbringung von sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen | (O) Öffentliche Verwaltung, Verteidigung, Sozialversicherung | (P) Erziehung und Unterricht | (Q) Gesundheits- und Sozialwesen | (R) Kunst, Unterhaltung und Erholung | (S) Erbringung von sonstigen Dienstleistungen | (T) Private Haushalte mit Hauspersonal, Herstellung von Waren und Erbringung von Dienstleistungen durch private Haushalte für den Eigenbedarf ohne ausgeprägten Schwerpunkt | (U) Extraterritoriale Organisationen und Körperschaften

Abbildung 19

Anteile der jeweiligen Wirtschaftssektoren an Divestment-Fällen mit chinesischem GUO (2012-2018)



---

# Ergebnisüberblick und Ausblick für die GSA-Region



## Steigende Divestment-Aktivitäten in der GSA-Region

Die Anzahl der Divestment-Deals in der GSA-Region hat im Zeitraum 2000 bis 2018 deutlich zugenommen. Wurden im Jahr 2000 noch rund 80 Deals verzeichnet, so stieg diese Zahl im Jahr 2018 auf etwa 900. Insgesamt lässt sich also eine durchaus bemerkenswerte Dynamik bei den Divestment-Aktivitäten in der GSA-Region in den letzten 20 Jahren feststellen. Ein zentraler Treiber für die steigende Zahl der Divestments war bislang die beinahe ununterbrochen fortschreitende Globalisierung der Wirtschaft, die seit der Corona-Krise allerdings wieder rückläufig ist.

## Zunehmende Globalisierung einer der Treiber

Bis zum Jahr 2018 erhöhte sich der weltweite KOF-Globalisierungsindex, der die wirtschaftliche, soziale und politische Dimension der Globalisierung misst, von 39 auf 62 Punkte. Ähnlich stark entwickelte sich auch der Index in Südostasien (1970: 35; 2016: 60). Einen insgesamt höheren Globalisierungsgrad weisen seit jeher Europa

(inkl. Zentralasien) und Nordamerika auf. In diesen beiden Regionen stieg der Index von rund 55 Punkten im Jahr 1970 auf 75 bzw. 70 Punkte im Jahr 2016.

## Globale Wertschöpfungsketten und Digitalisierung erhöhen Effizienzdruck

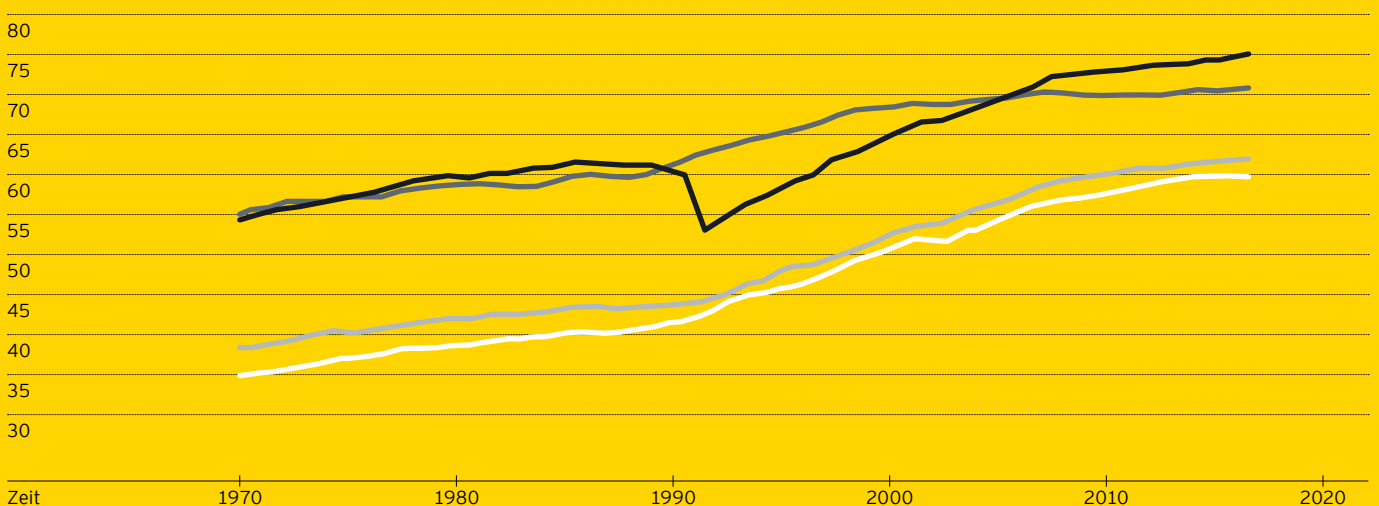
Mit dem zunehmenden Globalisierungsgrad geht auch eine Vertiefung der globalen Wertschöpfungsketten einher (IBRD/Weltbank, 2017). Die sich dadurch verstärkende internationale Arbeitsteilung erhöht den internationalen Wettbewerb. Anstelle von räumlich abgegrenzten Märkten in vielen Branchen treten überregionale und globale Märkte in den Vordergrund, wobei die Digitalisierung diesen Trend noch verstärkt. Die wirtschaftliche Bedeutung von digitalen unterscheidet sich ganz grundlegend von physischen Produkten und Dienstleistungen. So fallen beispielsweise bei digitalen Dienstleistungen die klassischen Kapazitätsschranken wie beschränkte Produktionsmöglichkeiten, fehlende Lagerkapazitäten oder komplizierte Transportwege mit hohen Kosten weitestgehend oder sogar völlig weg, was in vielen Bereichen zu einer enormen Skalierbarkeit führt. Hand in Hand mit dieser Entwicklung ergibt sich für die Unternehmen die

Notwendigkeit, sich weiter zu spezialisieren, um so signifikante Kosteneinsparungen und Effizienzgewinne zu erzielen und damit die eigene Wettbewerbsfähigkeit langfristig zu stärken. Dieser permanent steigende Effizienzdruck führt auch in der GSA-Region und der EU dazu, dass Divestment-Aktivitäten weiter zunehmen werden.

## Mehr Divestments nach abflauender Konjunktur

Auch konjunkturelle Entwicklungen spielen eine Rolle. Eine schwächere gesamtwirtschaftliche Entwicklung erhöht den Konsolidierungsdruck für die Unternehmen und lässt so die Anzahl der Divestment-Deals steigen. So zeigt sich, dass mit einer besseren Konjunktur die Anzahl der Deals in der darauffolgenden Periode sinkt, während eine sich eintrübende Konjunktur die Zahl der Divestment-Deals in der Folge erhöht. Dies gilt sowohl für die EU-15 als auch für die GSA-Region. Wir gehen deshalb davon aus, dass der durch die Corona-Krise bedingte wirtschaftliche Wachstumseinbruch letztlich zu einem Anstieg der Divestments-Deals führen wird. Denn sie geben den Unternehmen die Möglichkeit, sich auf ihr Kerngeschäft zu konzentrieren und damit langfristig ihre Profitabilität zu sichern.

**Abbildung 20**  
KOF-Globalisierungsindex; ausgewählte Ländergruppen, 1970-2016



Quelle: Konjunkturforschungsstelle an der ETH Zürich (KOF), Dreher (2006)



## Bislang nur wenige Käufer aus China

Der Großteil der Käufer von Divestments in der GSA-Region hat ihren globalen Unternehmenssitz in der GSA-Region selbst, der zweitgrößte Anteil entfällt auf die restlichen EU-Staaten (ohne Deutschland und Österreich). Die dritt wichtigste Herkunftsregion kaufender Unternehmen ist Nordamerika. Ostasien und der pazifische Raum folgen mit Abstand an vierter Stelle. Entgegen der medialen Wahrnehmung entfällt nur ein sehr geringer Teil auf China, auch wenn sich dieser in den letzten Jahren verdreifacht hat. Kamen im Zeitraum 2000 bis 2008 0,5 Prozent der Käufer aus China, so waren es im Zeitraum 2009 bis 2018 bereits 1,5 Prozent.

## Divestment-Deals mit Käufern aus den USA doppelt so schnell

Unterscheidet man die Deal-Dauer nach dem globalen Hauptsitz des Unternehmens, so zeigt sich, dass im Falle von Käufern aus der GSA-Region die Deal-Dauer mit rund 400 Tagen etwa doppelt so lang ist als wenn der Hauptsitz in Nordamerika liegt. Die gerade im Vergleich zur GSA-Region stärker ausgeprägte Neigung zu Unternehmenskäufen und -verkäufen und damit verbunden eine höhere Frequenz bei Akquisitionen und Divestments können eine Erklärung dafür sein. Im Vergleich zwischen den USA und der EU können darüber hinaus Verfahren im Rahmen der Fusionskontrolle auf europäischer Ebene eine Rolle spielen, die bei Deals innerhalb der EU häufiger einbezogen ist.

## Deal-Values steigen mit dem Bewertungsumfeld

Im Hinblick auf den Deal-Value zeigt die Entwicklung der letzten 20 Jahre in der EU sowie in der GSA-Region ein relativ starkes zyklisches Muster. Nach einem Höhepunkt im Jahr 2000 sank der durchschnittliche Wert eines Deals in der GSA-Region, um ab Mitte der 2000er Jahre wieder anzusteigen. Mit der Krise 2009 kam es erneut zu einem Absinken und in den darauffolgenden Jahren zu einer konstanten Seitwärtsbewegung. Erst 2014 und 2015 stiegen die durchschnittlichen Deal-Values wieder merklich. Zudem zeigt die Analyse, dass der statistische Zusammenhang mit der Aktienmarktentwicklung durchaus hoch ist,

sodass bei hohen Marktwerten der Unternehmen auch die Deal-Values höher sind und umgekehrt. Vor diesem Hintergrund kann man davon ausgehen, dass während und im direkten Anschluss an die Corona-Krise der Deal-Value der einzelnen Divestments sinken wird, sich aber langfristig erholen und wieder steigen wird.

## Konzentration auf das Kerngeschäft erkennbar

Auf Sektorebene gilt in der GSA-Region, dass in Relation zum Anteil des Sektors an der gesamten Bruttowertschöpfung Divestments am häufigsten im Sektor Information und Kommunikation auftreten, gefolgt von der Herstellung von Waren, also insbesondere in der klassischen Industrie. Im Hinblick auf die Käufer- bzw. Verkäuferseite zeigt sich eine hohe und zunehmende sektorale Übereinstimmung zwischen Käufer und Divestment-Target und eine geringere zwischen Verkäufer und Divestment-Target. Somit ist bei den Divestment-Aktivitäten ein Trend zu weniger Diversifikation und zu einer zunehmenden Konzentration auf das Kerngeschäft feststellbar.

## Einfluss der Corona-Krise auf die weltweit geplanten Divestment-Aktivitäten

Ende 2018 gaben 84 Prozent der befragten Unternehmen weltweit an, Divestment-Aktivitäten in den kommenden Jahren durchführen zu wollen (EY 2019). Trotz der Corona-Krise und dem damit zusammenhängenden weltweiten wirtschaftlichen Einbruch verliert diese Einschätzung grundsätzlich nichts an ihrer Aussagekraft. Denn vor dem Hintergrund des von uns zugrunde gelegten langen Beobachtungszeitraums kann davon ausgegangen werden, dass gerade die Krise zu steigenden Divestment-Aktivitäten führen wird – auch wenn die Umfrage auf eine etwas verlangsamte Dynamik hindeutet. Immerhin planten im Vorjahr noch 87 Prozent der Unternehmen Divestment-Aktivitäten. Aufbauend auf unserer Analyse der Entwicklungstendenzen sowie der Treiber von Divestment-Aktivitäten wird daher im Folgenden eine mittelfristige Prognose (2020 bis 2025) für die Divestment-Aktivitäten in der GSA-Region geboten. Eine detaillierte Darstellung der Prognosemethodik und weitere Ergebnisse sind im Appendix (Abschnitt 6) aufgeführt.

## GSA-Region: Mehr als 1.000 Divestment-Deals im Jahr 2025 erwartet

Insgesamt ist auf Basis der vergangenen Entwicklung auch für die kommenden Jahre ein weiterer positiver Trend bei den Divestments in der GSA-Region zu erwarten – und dies auch unter Berücksichtigung der gegenwärtigen Corona-Krise mit ihren negativen wirtschaftlichen Auswirkungen. So dürfte die Anzahl der Divestment-Deals, ausgehend von einem historischen Höchststand von über 900 im Jahr 2018, auf mehr als 1.000 bis zum Jahr 2025 steigen (Abbildung 21).

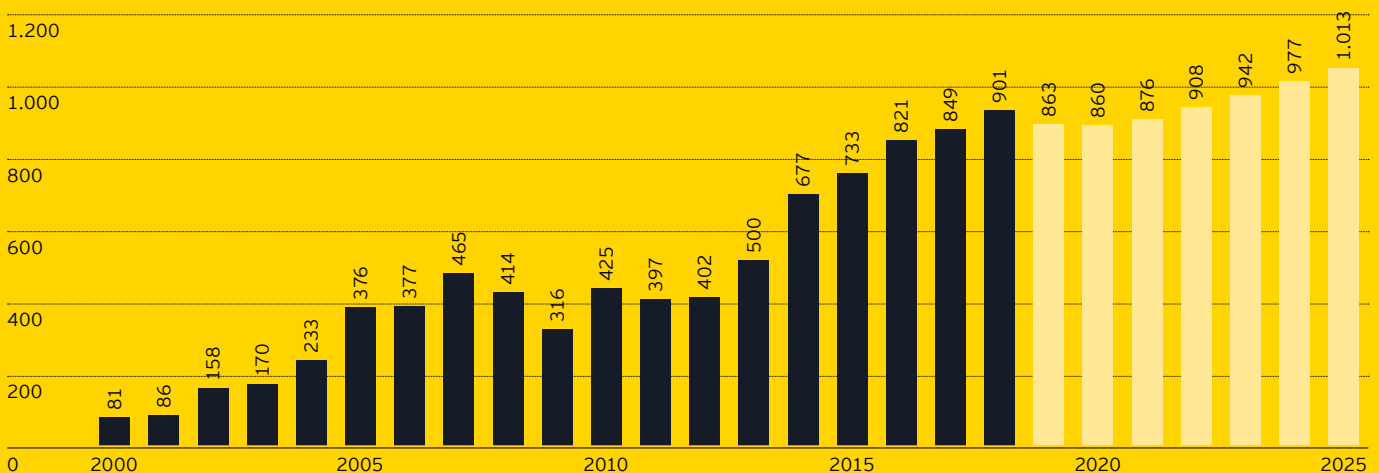
### Ausblick

Insgesamt ist – auch unter Berücksichtigung der Corona-Krise mit ihren weitreichenden negativen wirtschaftlichen Auswirkungen – langfristig mit einem weiteren Anstieg von Divestments in der GSA-Region zu rechnen. Um die damit verbundenen Möglichkeiten optimal zu nutzen, sollten im Rahmen des strategischen Portfolio-Managements neben unternehmensspezifischen Faktoren insbesondere auch das konjunkturelle Umfeld, Akquisitionstrends und das allgemeine Unternehmensbewertungsumfeld be-

rücksichtigt werden. Dies gilt gerade jetzt in der Krisenzeit, in der die Unternehmen sich auf mögliche Divestment-Abschlüsse in der nachfolgenden Erholungsphase vorbereiten können. Denn ein wesentliches Ergebnis der Studie besteht darin, dass nach einer schwachen Konjunktur (und hoher Akquisitionstätigkeit) die Divestment-Zahlen ansteigen; in einem günstigen Unternehmensbewertungsumfeld wiederum lassen sich höhere Divestment-Erlöse erzielen. Dabei wird die Bedeutung Chinas als Käufer weiter zunehmen, auch wenn bislang der Großteil der Divestment-Deals innerhalb der GSA-Region stattfindet. Vor diesem Hintergrund spielen bei der Anbahnung von Divestment-Deals externe Dienstleister, die interkulturelle Beratungskompetenzen besitzen, eine wichtige Rolle.

**Abbildung 21**

Vergangene und prognostizierte Entwicklung der Anzahl der Divestment-Deals in der GSA-Region, 2000–2025



Quelle: Zephyr-Datenbank, OECD (2019), EcoAustria-Berechnungen

---

# Appendix: Wirtschaftssektoren nach der NACE- Klassifikation

# 5



Die NACE-Klassifikation ist die statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft. Sie baut auf den Systematiken der Statistischen Kommission der Vereinten Nationen (UNSTAT), Systematiken

von Eurostat und nationalen Systematiken auf. In diesem Bericht wird die derzeitige Fassung NACE Rev. 2 verwendet. Nachfolgend sind die einzelnen Wirtschaftszweige und die entsprechenden Codes dargestellt (Tabelle 9).

**Tabelle 9**  
Wirtschaftssektoren nach der NACE-Klassifikation

Code	Wirtschaftssektoren
A	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei
B	Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden
C	Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren
D	Energieversorgung
E	Wasserversorgung, Abwasser- und Abfallentsorgung und Beseitigung von Umweltverschmutzungen
F	Baugewerbe/Bau
G	Handel, Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen
H	Verkehr und Lagerei
I	Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie
J	Information und Kommunikation
K	Erbringung von Finanz- und Versicherungsleistungen
L	Grundstücks- und Wohnungswesen
M	Erbringung von freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Dienstleistungen
N	Erbringung von sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen
O	Öffentliche Verwaltung, Verteidigung, Sozialversicherung
P	Erziehung und Unterricht
Q	Gesundheits- und Sozialwesen
R	Kunst, Unterhaltung und Erholung
S	Erbringung von sonstigen Dienstleistungen
T	Private Haushalte mit Hauspersonal, Herstellung von Waren und Erbringung von Dienstleistungen durch private Haushalte für den Eigenbedarf ohne ausgeprägten Schwerpunkt
U	Exterritoriale Organisationen und Körperschaften

Quelle: Statistik Austria

---

# Appendix: Prognoseergebnisse



## 6.1. Prognosemethodik

In Bezug auf die verwendeten statistischen Analyseverfahren muss bei der Prognose auf Kennzahlen abgestellt werden, für die eine ausreichend lange Zeitreihe mit einer hinreichenden Anzahl Beobachtungen vorliegt, die zudem keine wesentlichen Strukturbrüche aufweisen dürfen. Für eine Analyse auf der Ebene der einzelnen Länder der GSA-Region ergäbe sich zudem die Problematik von statistischen Ausreißern, wonach zu einzelnen Zeitpunkten relativ hohe Werte und umgekehrt sehr niedrige Werte (oftmals auch Nullwerte) in anderen Perioden festzustellen sind. Aus diesem Grund wird die Prognose in aggregierter Form für die GSA-Region durchgeführt. Die den Prognosemodellen zugrunde gelegten Zeitreihen wurden wiederum auf der Basis der Zephyr-Datenbank konstruiert.

### Erster Schritt: Trendanalyse

Als statistische Grundlage für die Prognosemodelle wird in diesem Abschnitt auf sogenannte univariate Zeitreihenanalysen zurückgegriffen. Dabei werden aus den Informationen einer einzigen Variablen (etwa „Anzahl der Deals“) und deren Realisierungen, die zu unterschiedlichen Zeitpunkten in regelmäßigen Abständen in der Vergangenheit gemessen wurden, Prognosewerte im Hinblick auf künftige Realisierungen dieser Variablen abgeleitet. Andere Variablen, exogene Informationen (etwa konjunkturelle Entwicklungen), werden in univariaten Zeitreihenmodellen nicht verarbeitet.

Damit Letztere zur Prognose verwendet werden können, muss unterstellt werden, dass die jeweiligen Variablenbeobachtungen als Realisation eines „stochastischen“ Prozesses aufgefasst werden können, der bestimmte statistische Eigenschaften aufweist. Eine der wichtigsten Charakteristika stochastischer Prozesse ist die sogenannte Stationarität. Letztere gewährt, vereinfacht ausgedrückt, dass die betreffende Zeitreihe der Variablen zu allen Zeitpunkten den gleichen Erwartungswert und die gleiche Varianz aufweist und somit invariante statistische Eigenschaften im Zeitverlauf. Wenn dies gegeben ist, dann wäre auch die Wahrscheinlichkeit hoch, dass zukünftige Entwicklungen eine ähnliche Struktur wie vergangene Entwicklungen aufweisen und von daher Prognosen aus der Vergangenheit ermittelt werden können. Umgekehrt wäre bei nichtstationären Zeitreihen die Vergangenheit nicht

von Relevanz für künftige Entwicklungen, womit dann auch keinerlei Prognosen auf der Basis vergangener Beobachtungen abgeleitet werden könnten. Die Eigenschaft der Stationarität kann anhand von statistischen Hypothesentests geprüft werden. Sollte eine Zeitreihe diese Eigenschaft nicht aufweisen, muss vor der Analyse eine geeignete Variablentransformation, üblicherweise in Form der Bildung erster Differenzen, durchgeführt werden. Die bekannteste Gruppe von univariaten Zeitreihenmodellen sind sogenannte ARMA-Prozesse („Autoregressive Moving Average“, deutsch: autoregressiver gleitender Durchschnitt oder autoregressiver gleitender Mittelwert), die folgende allgemeine Modellform für eine Variable  $y$  zum Zeitpunkt  $t$  aufweisen:

#### Gleichung 1

$$y_t = c + \rho_1 y_{t-1} + \dots + \rho_p y_{t-p} + \theta_1 \varepsilon_{t-1} + \dots + \theta_q \varepsilon_{t-q} + \varepsilon_t$$

Der Wert der Variablen  $y$  zum Zeitpunkt  $t$  wird gemäß Gleichung (1) anhand der vergangenen Realisierungen dieser Variablen selbst vom Zeitpunkt  $t-1$  bis  $t-q$  erklärt. Dieser Teil der rechten Seite von Gleichung (1) wird als autoregressive Komponente der Ordnung  $p$  (**AR(p)**) bezeichnet. Zum anderen wird  $y_t$  durch die gewichteten vergangenen Fehlerrealisierungen  $\varepsilon$  im zweiten Teil der rechten Seite der Gleichung (1) zu den Zeitpunkten  $t-1$  bis  $t-p$  erklärt (**MA(q)**). Reine **AR(p)**- bzw. **MA(q)**-Modelle sind demnach nur jeweils spezielle ARMA-Modelle mit  $q = 0$  bzw.  $p = 0$ . Die genaue Bestimmung von  $p$  und  $q$  erfolgt wiederum anhand von statistischen Tests und iterativen Analyseverfahren. Das Ziel ist, das in Gleichung (1) formulierte Prognosemodell so zu spezifizieren, dass die Varianz der Prognosefehler minimiert wird. Wenn dies der Fall ist, werden die vorhandenen Beobachtungen (innerhalb des Beobachtungszeitraums, „in-sample“) so gut wie möglich durch das Modell erklärt. Geht man des Weiteren davon aus, dass es in Bezug auf den zugrunde liegenden stochastischen Prozess der Zeitreihe  $y$  zu keinen strukturellen Änderungen („Strukturbrüchen“) in der Zukunft kommt, bildet das derart spezifizierte Modell auch die bestmögliche Voraussetzung für Prognosen von  $y$  außerhalb des Beobachtungszeitraums („out-of-sample“). Für die Güte der Anpassung von unterschiedlich spezifizierten ARMA-Prognose-



modellen stehen wiederum diverse statistische Kenngrößen bzw. Selektionskriterien zur finalen Entscheidungsfindung zur Verfügung.

**ARMA(p,q)**-Modelle werden zu **ARIMA(p,d,q)**-Prozessen, wenn nur die ersten Differenzen bzw. Differenzen der Ordnung **d** zu stationären Zeitreihen führen. Bei faktisch allen Zeitreihen, die einen Trend aufweisen (etwa bei den Variablen „Anzahl der Deals“ und bei der Mehrzahl ökonomischer Variablen), ist daher eine Differenzenbildung nötig. Die Notwendigkeit von Differenzenbildungen kann mit diversen statistischen Tests („unit roots tests“) überprüft werden. Im Rahmen von ARIMA-Prozessen lassen sich dann Aussagen über Prognosen für den Zeitpunkt **t+μ** in der Zukunft anhand aller verfügbaren Informationen der Zeitreihe bis zum Zeitpunkt **t** wie folgt als bedingter Erwartungswert **E** darstellen:

#### Gleichung 2

$$y_{t,\mu}^p = E \left[ y_{t+\mu}^p \mid y_t^p, y_{t-1}^p, \dots, \varepsilon_t, \varepsilon_{t-1}, \dots \right] \quad \mu = 1, 2, \dots$$

**μ** stellt folglich den Prognosehorizont dar bzw. spezifiziert, für wie viele Perioden in die Zukunft die Prognose erfolgen soll. Bei kurzfristigen Prognosen dominieren die ARIMA-Komponenten **p** und **θ**, während bei langfristigen Prognosen die Konstante **c** dominiert. Die gegenständliche Prognoseanalyse basiert auf Quartalsdaten mit Beobachtungen von **1997q1** bis einschließlich **2018q4**. Da Vorhersagen bis **2025q4** erfolgen sollen, gilt **μ = 28** für die Out-of-sample-Prognosen.

Bei den hier zur Anwendung kommenden sogenannten dynamischen Prognosen erfolgen alle Vorhersagen zum gleichen Zeitpunkt **t** (nachfolgend gilt **t = 2019q1**). Dynamische Prognosen konvergieren typischerweise gegen eine Gerade. Die Prognoseergebnisse sind vor dem Hintergrund des relativ langen Prognosezeitraums mit Vorsicht zu interpretieren.

## Zweiter Schritt: konjunktureller Einfluss

Die im ersten Schritt durchgeführte Trendanalyse bildet die Basis für den zweiten Schritt der Prognose, der Entwicklung von Divestments bis zum Jahr 2025. Dazu werden insbesondere der konjunkturelle Ausblick und die Schätzergebnisse aus Tabelle 3 hinsichtlich der Anzahl der Deals und aus Tabelle 6 hinsichtlich der Länge der Deals herangezogen.

Hinsichtlich des konjunkturellen Einflusses wird ein Koeffizient von **-0,55** (Gleichungen 1 bis 3) herangezogen. Dies bedeutet, dass bei einer Verringerung des Werts des Output-Gaps im vergangenen Jahr um einen Prozentpunkt die Anzahl der Divestment-Deals um **5,5 Prozent** im aktuellen Jahr steigt. Dieser Koeffizient wird sowohl auf die Prognose der Gesamtzahl der Deals über alle Sektoren in der GSA-Region als auch auf die Anzahl der Deals in der Industrie und im IKT-Sektor angewendet.

Für die Prognose über die Entwicklung der Deal-Dauer wird für die Implementierung des konjunkturellen Einflusses ein Koeffizient von **-4,2** (aktuelles reales BIP) bzw. **-5,4** (reales BIP des Vorjahres) unterstellt. Das bedeutet, dass eine Erhöhung der aktuellen (letztjährigen) realen BIP-Wachstumsrate um einen Prozentpunkt die Länge der Deals um **4,2 (5,4) Tage** verringert.

Die Abschätzung der zukünftigen konjunkturellen Entwicklung bzw. des Output-Gaps basiert auf dem aktuellen OECD Economic Outlook, der im Mai 2019 publiziert wurde (OECD 2019). Dieser enthält eine Prognose für die Jahre 2019 und 2020. Für die Prognose bis zum Jahr 2025 wird unterstellt, dass sich der Output-Gap schrittweise schließt bzw. geschlossen bleibt. Die vergangene und die prognostizierte Entwicklung des Wirtschaftswachstums und des Output-Gaps für die einzelnen Länder der GSA-Region sind in Abbildung 22 dargestellt.

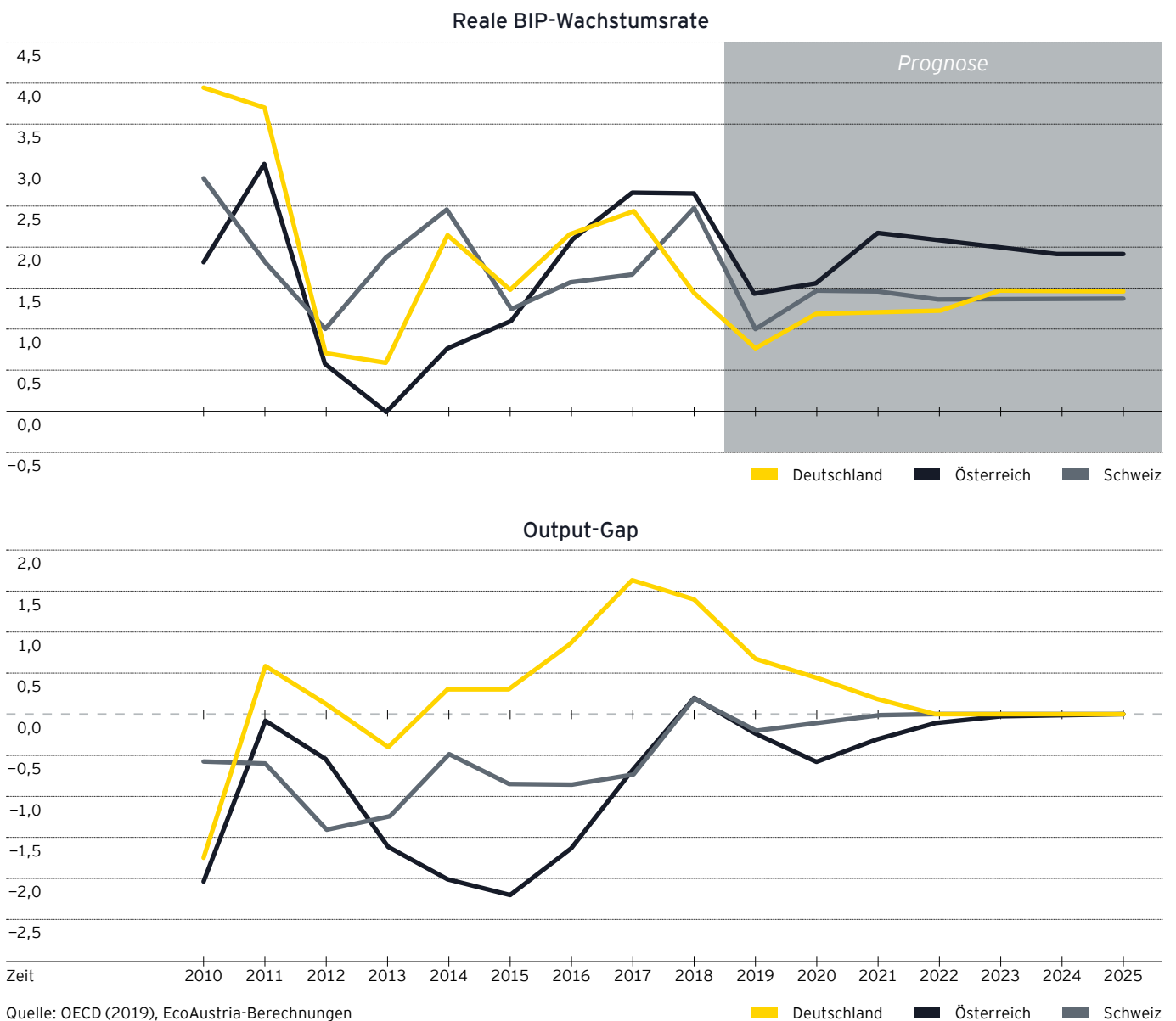
Für das Jahr 2019 wird von der OECD für alle drei Länder der GSA-Region eine merkliche Abschwächung des Wachstums prognostiziert, im Jahr 2020 dürfte das Wachstum jedoch wieder etwas an Fahrt aufnehmen. Gleichzeitig verringert sich der positive Output-Gap in Deutschland in beiden Jahren und im Falle Österreichs und der Schweiz ergibt sich in beiden Jahren sogar eine negative Output-

Lücke. Insgesamt wird also für 2019 und 2020 eine Abschwächung der Konjunktur erwartet. Da die Prognose der OECD nur diese beiden Jahre umfasst, wurde der Trend fortgeschrieben, sodass sich mittelfristig eine geschlossene Output-Lücke für alle drei Länder ergibt.

Dies impliziert, dass im Falle Österreichs und Deutschlands die BIP-Wachstumsrate wieder geringfügig steigt, während sie in der Schweiz leicht zurückgeht. Die folgenden Prognosen sollten bei Verfügbarkeit neuerer Daten und Konjunkturprognosen fortlaufend aktualisiert werden.

Abbildung 22

Reale BIP-Wachstumsrate und Output-Gap in der GSA-Region (2010-2025)



Quelle: OECD (2019), EcoAustria-Berechnungen

## 6.2. Univariate Prognoseergebnisse

In diesem Unterabschnitt werden die Ergebnisse univariater Zeitreihenmodelle in grafischer Form im Hinblick auf deren Entwicklung, In-sample-Anpassung wie als auch deren mittelfristige Prognose (out-of-sample) dargestellt. Aufgrund von Datenverfügbarkeit und ökonomischer Relevanz wurde der Indikator „Anzahl der Deals“ in die Analyse aufgenommen. Die Anmerkungen zu Abbildung 23 beinhalten die Beschreibung des gewählten ARIMA-Prognosemodells sowie einen Test auf Stationarität der differenzierten Zeitreihe („Phillips-Perron unit root test“ mit der Nullhypothese „Variable beinhaltet ‚unit root‘“ bzw. der Alternativhypothese „Variable wurde von einem stationären Prozess generiert“).<sup>13</sup>

Abbildung 23 zeigt die über sämtliche Branchen aggregierte Anzahl der Deals für die GSA-Region. Die (gelb gefärbten) Datenpunkte stellen die einzelnen Beobachtungswerte dar, die graue Linie die geschätzte Anpassung aus dem jeweiligen Prognosemodell. Besonders auffällig ist hier der im gesamten Beobachtungszeitraum deutlich positive Gesamttrend in den Datenpunkten, der nur in einzelnen kürzeren Phasen rückläufige Bewegungen aufweist. Wie in Abschnitt 3 dargelegt, dürften diese rückläufigen Bewegungen insbesondere konjunkturell bedingt sein. Die durchgängige graue Linie zeigt jeweils die vom Prognosemodell geschätzten Anpassungswerte, die in-sample, also im Zeitraum von 2000q1 bis 2018q4, eine hohe Anpassungsgüte aufweisen. Für den Out-of-sample-Prognosezeitraum zeigt die graue Linie nach einem leichten Rückgang im ersten Out-of-sample-Quartal 2019q1 einen wie erwartet wiederum positiven und linear ansteigenden Verlauf bis zum Ende des definierten Prognosezeitraums zum Zeitpunkt 2025q4.

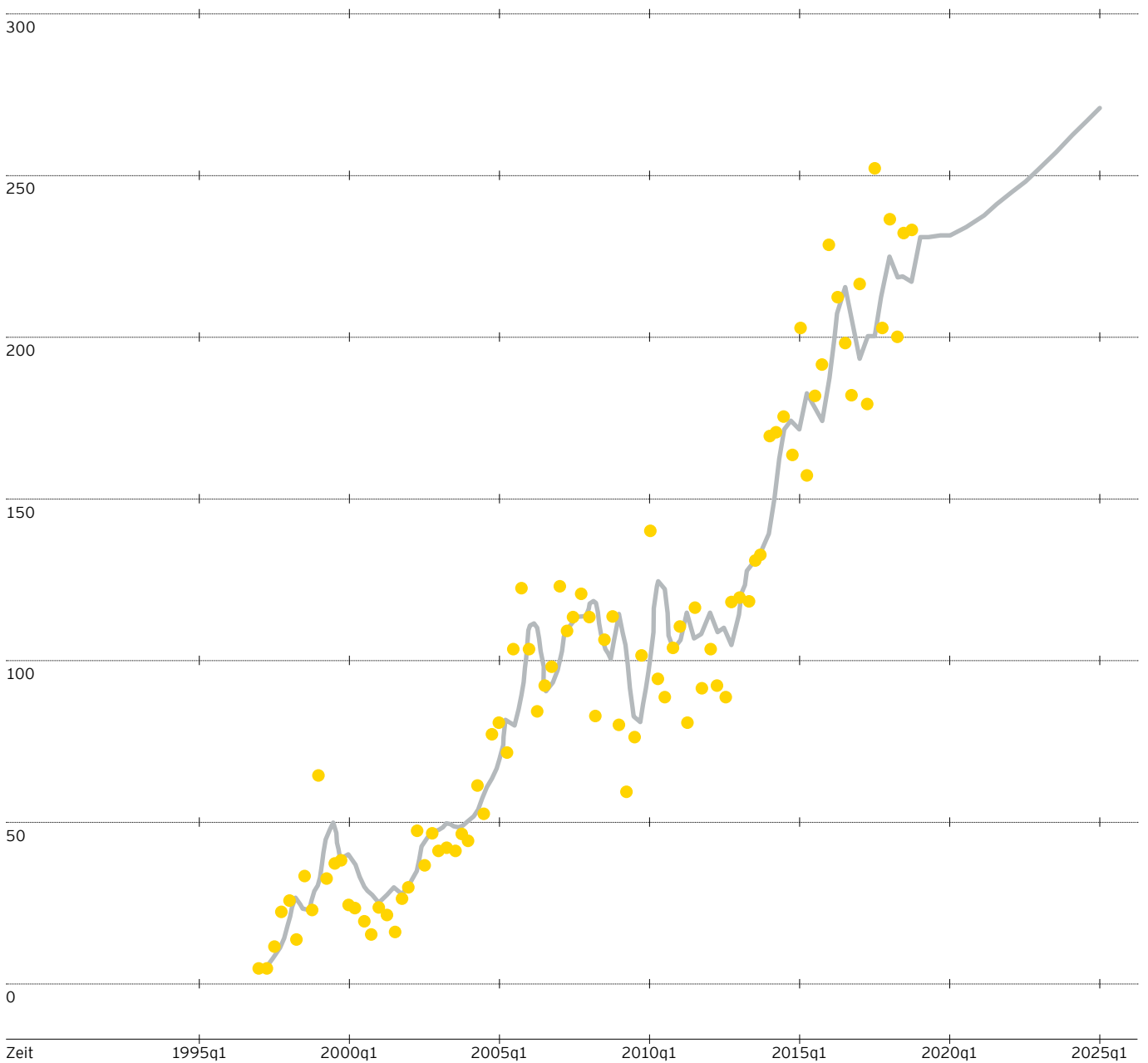
13 Ein geringer p-Wert ( $< 0.05$ ;  $< 0.01$ ) bedeutet, dass die zugrunde gelegte Nullhypothese zugunsten der Alternativhypothese verworfen werden kann, bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit von  $< 5\%$  bzw.  $< 1\%$ .

Im Rahmen der Spezifikationssuche wurden darüber hinaus noch eine Reihe anderer statistischer Hypothesentests durchgeführt, die hier, ebenso wie die einzelnen Analyseschritte der jeweiligen Spezifikationssuche, allerdings nicht im Einzelnen dargelegt werden können.



Abbildung 23

Prognose für die Anzahl der Deals (absolut) in der GSA-Region



Anmerkungen: Prognosemodell: ARIMA(2,1,1); Phillips-Perron test for unit root (p-Wert): 0.000

Quelle: Zephyr-Datenbank, EcoAustria-Berechnungen

● Anzahl Deals GSA-Region — Geschätzter Wert



# Literaturverzeichnis

**Benito, G. R. G. (1997):**

Divestment of foreign production operations, *Applied Economics* 29(10), S. 1365-1378.

**Berger, P. und Ofek, E. (1995):**

Diversification's effect on firm value, *Journal of Financial Economics* 37, S. 39-65.

**Bergh, D. D., Johnson, R. A. und Dewitt, R. (2008):**

Restructuring through Spin-Off or Sell-Off: Transforming Information Asymmetries into Financial Gain, *Strategic Management Journal* 29, S. 133-148.

**Berry, H. (2010):**

Why Do Firms Divest?, *Organization Science* 21(2), S. 380-396.

**Bethel, J. und Liebeskind, J. (1993):**

The Effects of Ownership Structure on Corporate Restructuring, *Strategic Management Journal* 14, S. 15-31.

**Bradley, M., Desai, A. und Kim, E. (1988):**

Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Shareholders of Target and Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics* 21, S. 3-40.

**Chang, S. J. (1996):**

An Evolutionary Perspective on Diversification and Corporate Restructuring: Entry, Exit, and Economic Performance during 1981-89, *Strategic Management Journal* 17(8), S. 587-611.

**Comment, R. und Jarrell, G. (1995):**

Corporate focus and stock returns, *Journal of Financial Economics* 37, S. 67-87.

**Dittmar, A. und Shivdasani, A. (2003):**

Divestitures and Divisional Investment Policies, *The Journal of Finance* 58(6), S. 2711-2743.

**Dreher, A. (2006):**

Does Globalization Affect Growth? Evidence from a new Index of Globalization, *Applied Economics* 38, 10, S. 1091-1110.

**EY (2018):**

How can divesting fuel your future growth? Global Corporate Divestment Study 2018, [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-corporate-divestment-study-2018/\\$FILE/ey-global-divestment-study-2018.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-corporate-divestment-study-2018/$FILE/ey-global-divestment-study-2018.pdf).

**EY (2019):**

Will you set the divestment pace, or try to keep up with it? Global Corporate Divestment Study 2019, [https://www.ey.com/en\\_gl/divestment-study/2019/will-you-set-the-divestment-pace-or-try-keep-up-with-it](https://www.ey.com/en_gl/divestment-study/2019/will-you-set-the-divestment-pace-or-try-keep-up-with-it).

**EY (2020):**

Global Corporate Divestment Study 2020 (noch nicht veröffentlicht).

**Feldman, E. R. und McGrath, P. J. (2016):**

Divestitures, *Journal of Organization Design* 2016, 5:2.

**Fuest, C., Hugger, F., Sultan, S. und Xing, J. (2019):**

Chinese acquisitions abroad: are they different?, *CESifo Working Papers*, S. 7585.

**Haynes, M., Thompson, S. und Wright, M. (2003):**

The determinants of corporate divestment: evidence from a panel of UK firms, *Journal of Economic Behavior & Organization* 52, S. 147-166.

**IBRD/ Weltbank (2017):**

Measuring and Analyzing the Impact of GVCs on Economic Development. Washington D.C.

**Jensen, M. C. (1986):**

Agency Costs of Free Cash Flow, *Corporate Finance. and Takeovers, The American Economic Review* 76(2), S. 323-329.

**Kaplan, S. und Weisbach, M. S. (1990):**

The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures, *NBER Working Paper No. 3484*.

**Kaul A. (2012):**

Technology and corporate scope: firm and rival innovation as antecedents of corporate transactions, *Strategic Management Journal* 33(4), S. 347-67.

**Lang, L., Poulsen, A. und Stulz, R. (1994):**

Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion, *Journal of Financial Economics* 37, S. 3-37.

**Matsusaka, J. G. (2001):**

Corporate Diversification, Value Maximization, and Organizational Capabilities, *The Journal of Business* 74(3), S. 409-431.

**Nanda, V. und Narayanan, M. P. (1999):**

Disentangling Value: Financing Needs, Firm Scope, and Divestitures, *Journal of Financial Intermediation* 8(3), S. 174-204.

**OECD (2019):**

OECD Economic Outlook, Volume 2019 Issue 1, OECD Publishing, Paris.

**Rajan, R., Servaes, H. und Zingales, L. (2000):**

The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment, *Journal of Finance* 55, S. 35-80.

**Ravenscraft, D. und Scherer, F. M. (1987):**

Mergers, Selloffs and Economic Efficiency, *Washington: Brookings Institutions*.

**Scharfstein, D. S. und Stein, J. (2000):**

The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment, *Journal of Finance* 55(6), S. 2537-2564.

**Zuckerman, E. W. (2000):**

Focusing the Corporate Product: Securities Analysts and De-Diversification, *Administrative Science Quarterly* 45(3), S. 591-619.

# Abbildungen und Tabellen

<b>Abbildung 1:</b> .....	<b>19</b>	<b>Abbildung 18:</b> .....	<b>41</b>
Anteil weltweit tätiger Unternehmen mit erwarteten Divestment-Aktivitäten in den nächsten beiden Jahren		Bedeutung von Divestment-Fällen in einzelnen Sektoren (2000-2016) in Ländern der GSA-Region; Anteil der Divestments des jeweiligen Sektors in Relation zum Anteil der Bruttowertschöpfung	
<b>Abbildung 2:</b> .....	<b>20</b>	<b>Abbildung 19:</b> .....	<b>45</b>
Verwendung der finanziellen Mittel aus dem Divestment		Anteile der jeweiligen Wirtschaftssektoren an Divestment-Fällen mit chinesischem GUO (2012-2018, in %)	
<b>Abbildung 3:</b> .....	<b>24</b>	<b>Abbildung 20:</b> .....	<b>47</b>
Anzahl der Divestment-Deals in der GSA-Region und den restlichen EU-Mitgliedstaaten		KOF-Globalisierungsindex; ausgewählte Ländergruppen, 1970-2016	
<b>Abbildung 4:</b> .....	<b>25</b>	<b>Abbildung 21:</b> .....	<b>49</b>
Anzahl der Divestment-Deals in der GSA-Region		Vergangene und prognostizierte Entwicklung der Anzahl der Divestment-Deals in der GSA-Region, 2000-2025	
<b>Abbildung 5:</b> .....	<b>25</b>	<b>Abbildung 22:</b> .....	<b>55</b>
Anzahl der Divestment-Deals je Mio. Einwohner (EU, GSA, D, A und CH)		Reale BIP-Wachstumsrate und Output-Gap in der GSA-Region (2010-2025)	
<b>Abbildung 6:</b> .....	<b>29</b>	<b>Abbildung 23:</b> .....	<b>57</b>
Käufer von Divestments der GSA-Region aus China und den USA, 2000-2018		Prognose für die Anzahl der Deals (absolut) in der GSA-Region	
<b>Abbildung 7:</b> .....	<b>31</b>	<b>Tabelle 1:</b> .....	<b>18</b>
Herkunft des GUO des Käufers von Divestments in der GSA-Region, China und den USA		Beweggründe für Divestment-Aktivitäten	
<b>Abbildung 8:</b> .....	<b>31</b>	<b>Tabelle 2:</b> .....	<b>20</b>
Anteile der Herkunftsregionen des GUO, 2018		Gründe für die letzte große Divestment-Aktivität	
<b>Abbildung 9:</b> .....	<b>32</b>	<b>Tabelle 3:</b> .....	<b>26</b>
Durchschnittliche Dauer eines Deals in Tagen (d) nach Announcement, 2000-2018		Statistischer Zusammenhang zwischen Konjunktur und Anzahl der Divestment-Deals	
<b>Abbildung 10:</b> .....	<b>33</b>	<b>Tabelle 4:</b> .....	<b>28</b>
Durchschnittliche Dauer eines Deals in Tagen (d) nach Rumours, 2000-2018		Käufer von Divestments in der GSA-Region, nach Herkunftsregion, 2000-2018	
<b>Abbildung 11:</b> .....	<b>35</b>	<b>Tabelle 5:</b> .....	<b>30</b>
Durchschnittliche Dauer eines Deals in Tagen (Announced, nach Herkunft des GUO)		GUO des Käufers von Divestments in der GSA-Region, nach Herkunftsregion, 2000-2018	
<b>Abbildung 12:</b> .....	<b>36</b>	<b>Tabelle 6:</b> .....	<b>34</b>
Durchschnittlicher Deal Value in der EU (plus Schweiz) und in der GSA-Region (in 1.000 EURO)		Einfluss des Wirtschaftswachstums auf die Dauer der Divestment-Deals (in Tagen), 1997-2018	
<b>Abbildung 13:</b> .....	<b>37</b>	<b>Tabelle 7:</b> .....	<b>43</b>
Durchschnittlicher Deal Value in der GSA-Region (in 1.000 Euro, ohne „Ausreißer“)		Veränderung der durchschnittlichen Anteile der Wirtschaftssektoren an Divestments zwischen 2000-2011 und 2012-2018 (in Prozentpunkten)	
<b>Abbildung 14:</b> .....	<b>38</b>	<b>Tabelle 8:</b> .....	<b>44</b>
Zusammenhang zwischen Deal Values (EU und die Schweiz) und Aktienkursentwicklung (DAX)		Übereinstimmung der NACE-Sektoreinteilung auf Abschnittsebene zwischen Verkäufer und Target bzw. Käufer und Target (Zeiträume 2000-2011 bzw. 2012-2018)	
<b>Abbildung 15:</b> .....	<b>40</b>	<b>Tabelle 9:</b> .....	<b>51</b>
Anteile der jeweiligen Wirtschaftssektoren an Divestment-Fällen (2000-2018)		Wirtschaftssektoren nach der NACE-Klassifikation	
<b>Abbildung 16:</b> .....	<b>41</b>		
Anteile der jeweiligen Wirtschaftssektoren an Divestment-Fällen (2000-2018) an den Ländern der GSA-Region			
<b>Abbildung 17:</b> .....	<b>41</b>		
Bedeutung von Divestment-Fällen in einzelnen Sektoren (2000-2016); Anteil der Divestments des Sektors in Relation zum Anteil der Bruttowertschöpfung			

---

# Ihre Ansprechpartner



## Daniel Riegler

Leiter Sell and Separate  
Strategy and Transactions  
Deutschland, Schweiz, Österreich

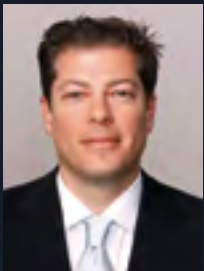
Telefon +49 89 14331 28313  
daniel.riegler@de.ey.com



## Tobias Ranker

Sell and Separate  
Financial Accounting Advisory Services  
Deutschland, Schweiz, Österreich

Telefon +49 6196 996 24302  
tobias.ranker@de.ey.com



## Steven French

Sell and Separate  
Strategy and Transactions  
Deutschland, Schweiz, Österreich

Telefon +49 6196 996 28030  
steve.french@de.ey.com



## Dr. Mandy Schönherr

Sell and Separate Business Development  
Deutschland, Schweiz, Österreich

Telefon +49 30 25471 15919  
mandy.schoenherr@de.ey.com

## Impressum

### Editorial Lead

Lukas Meermann/Dr. Stephan Pietrowicz  
BMC EY GSA

### Konzept, Design und Realisation

MEDIENMASSIV, Stuttgart  
www.medienmassiv.com

### Bildquellen

Getty Images International  
www.gettyimages.de





### Die globale EY-Organisation im Überblick

Die globale EY-Organisation ist einer der Marktführer in der Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung, Transaktionsberatung und Managementberatung. Mit unserer Erfahrung, unserem Wissen und unseren Leistungen stärken wir weltweit das Vertrauen in die Wirtschaft und die Finanzmärkte. Dafür sind wir bestens gerüstet: mit hervorragend ausgebildeten Mitarbeitern, starken Teams, exzellenten Leistungen und einem sprichwörtlichen Kundenservice. Unser Ziel ist es, Dinge voranzubringen und entscheidend besser zu machen – für unsere Mitarbeiter, unsere Mandanten und die Gesellschaft, in der wir leben. Dafür steht unser weltweiter Anspruch *Building a better working world*.

Die globale EY-Organisation besteht aus den Mitgliedsunternehmen von Ernst & Young Global Limited (EYG). Jedes EYG-Mitgliedsunternehmen ist rechtlich selbstständig und unabhängig und haftet nicht für das Handeln und Unterlassen der jeweils anderen Mitgliedsunternehmen. Ernst & Young Global Limited ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach englischem Recht und erbringt keine Leistungen für Mandanten. Informationen dazu, wie EY personenbezogene Daten erhebt und verwendet, sowie eine Beschreibung der Rechte, die Personen gemäß des Datenschutzgesetzes haben, sind über [ey.com/privacy](https://ey.com/privacy) verfügbar. Weitere Informationen zu unserer Organisation finden Sie unter [ey.com](https://ey.com).

In Deutschland ist EY an 20 Standorten präsent. „EY“ und „wir“ beziehen sich in dieser Publikation auf alle deutschen Mitgliedsunternehmen von Ernst & Young Global Limited.

© 2020 Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
All Rights Reserved.

GSA Agency  
BKL 2006-005  
ED None



EY ist bestrebt, die Umwelt so wenig wie möglich zu belasten. Diese Publikation wurde CO<sub>2</sub>-neutral und auf FSC®-zertifiziertem Papier gedruckt, das zu 100 % aus Recycling-Fasern besteht.

Diese Publikation ist lediglich als allgemeine, unverbindliche Information gedacht und kann daher nicht als Ersatz für eine detaillierte Recherche oder eine fachkundige Beratung oder Auskunft dienen. Obwohl sie mit größtmöglicher Sorgfalt erstellt wurde, besteht kein Anspruch auf sachliche Richtigkeit, Vollständigkeit und/oder Aktualität; insbesondere kann diese Publikation nicht den besonderen Umständen des Einzelfalls Rechnung tragen. Eine Verwendung liegt damit in der eigenen Verantwortung des Lesers. Jegliche Haftung seitens der Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und/oder anderer Mitgliedsunternehmen der globalen EY-Organisation wird ausgeschlossen. Bei jedem spezifischen Anliegen sollte ein geeigneter Berater zurate gezogen werden.