
**„EQUITY CARVE OUT“ ALS
DESINVESTITIONSTRUMENT ZUR
STEIGERUNG DES UNTERNEHMENSWERTES**

Vorgelegt von

Sonia Pereiro Méndez

Betreuender Professor

Prof. Dr. Rolf Daxhammer

IEWS-Schriftenreihe

herausgegeben von Prof. Dr. Ottmar Schneck
European School of Business - Reutlingen

Band 21

Sonia Pereiro Méndez

**"Equity carve out" als Desinvestitionsinstrument
zur Steigerung des Unternehmenswertes**

Shaker Verlag
Aachen 2003

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Copyright Shaker Verlag 2003

Alle Rechte, auch das des auszugsweisen Nachdruckes, der auszugsweisen oder vollständigen Wiedergabe, der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen und der Übersetzung, vorbehalten.

Printed in Germany.

ISBN 3-8322-2046-1

ISSN 1616-1904

Shaker Verlag GmbH • Postfach 101818 • 52018 Aachen

Telefon: 02407 / 95 96 - 0 • Telefax: 02407 / 95 96 - 9

Internet: www.shaker.de • eMail: info@shaker.de

Inhaltsverzeichnis

Verzeichnis der Abbildungen und Tabellen	III
Abkürzungsverzeichnis.....	IV
Kapitel I: Einleitung.....	1
1.1 PROBLEMSTELLUNG UND ZIELSETZUNG.....	1
1.2 GANG DER UNTERSUCHUNG.....	2
Kapitel II: Begriffliche Grundlagen	3
2.1 BEGRIFFSDEFINITION	3
2.1.1 <i>Definition des Desinvestitionsbegriffs</i>	3
2.1.2 <i>Definition von Equity Carve Outs</i>	4
2.2 BEGRIFFSABGRENZUNG	7
2.2.1 <i>Abgrenzung der für die Untersuchung relevanten Desinvestitionsinstrumente</i>	7
2.2.2 <i>Abgrenzung von ECOs zu SEOs, Spin-Offs und Divestitures</i>	8
Kapitel III: Analyse der zentralen Desinvestitionsinstrumente	10
3.1 HISTORISCHE ENTWICKLUNG VON DESINVESTITIONSMITTELN	10
3.2 DIE UNTERSUCHUNG DER ZENTRALEN DESINVESTITIONSMITTELN	12
3.2.1 <i>Das Equity Carve Out Instrument</i>	12
3.2.2 <i>Das Spin-Off Instrument</i>	16
3.2.3 <i>Das Targeted Stock Instrument</i>	17
3.2.4 <i>Abgrenzung von Equity Carve Outs zu Targeted Stocks und Spin-Offs</i>	20
3.3 ÖKONOMISCHE HINTERGRÜNDE UND MOTIVE FÜR DEN EINSATZ VON DESINVESTITIONSMITTELN	21
3.4 FAZIT	26
Kapitel IV: Detaillierte Analyse des Equity Carve Out Instruments	27
4.1 HISTORISCHE ENTWICKLUNG VON EQUITY CARVE OUTS IN DEUTSCHLAND.....	27
4.2 THEORETISCHE ANALYSE DES EQUITY CARVE OUT PHÄNOMENS	28
4.2.1 <i>Überlegungen aus der Sicht der Neoklassischen Theorie</i>	28
4.2.1.1 <i>Grundlagen der Neoklassischen Finanzierungstheorie</i>	28
4.2.1.2 <i>Aussagefähigkeit der neoklassischen Theorie zu ECOs</i>	29
4.2.2 <i>Überlegungen aus neoinstitutionalistischer Sicht</i>	31
4.2.2.1 <i>Grundlagen der Transaktionskostentheorie</i>	31
4.2.2.2 <i>Aussagefähigkeit der Transaktionskostentheorie zu ECOs</i>	32
4.2.2.3 <i>Grundlagen der Prinzipal-Agent Theorie</i>	33
4.2.2.4 <i>Aussagefähigkeit der Prinzipal-Agent Theorie zu ECOs</i>	35
4.2.3 <i>Fazit</i>	37
4.3 BEWEGGRÜNDE FÜR DEN EINSATZ VON EQUITY CARVE OUTS	38
4.3.1 <i>Aspekte der Unternehmenswertsteigerung</i>	38
4.3.1.1 <i>Die Cash-Flow Steigerung</i>	38
4.3.1.2 <i>Die Senkung der Kapitalkosten</i>	39
4.3.1.3 <i>Konzentration auf die Kernkompetenzen und Reduktion des Holdingabschlags</i>	41
4.3.2 <i>Aspekte der Finanzierung</i>	41
4.3.2.1 <i>Finanzierung der Tochtergesellschaft</i>	42
4.3.2.2 <i>Finanzierung der Muttergesellschaft</i>	43
4.3.3 <i>Standing und Publizitätssteigerung</i>	43
4.3.4 <i>Bewertung und Kontrolle</i>	44
4.3.5 <i>Vermeidung von Unterinvestitionen</i>	45
4.3.6 <i>Fazit</i>	46
4.4 VORAUSSETZUNGEN FÜR DEN EINSATZ VON ECOs	47

4.5 BEWERTUNG VON ECO TRANSAKTIONEN	49
4.5.1 Vorteile von ECO Transaktionen	49
4.5.1.1 Für die Muttergesellschaft	49
4.5.1.2 Für die Tochtergesellschaft	50
4.5.1.3 Für den Kapitalmarkt	52
4.5.2 Nachteile von ECO Transaktionen.....	54
4.5.2.1 Für die Muttergesellschaft	54
4.5.2.2 Für die Tochtergesellschaft	55
4.5.2.3 Für den Kapitalmarkt	56
4.5.3 Zusammenfassung	57
Kapitel V: Empirische Untersuchung von ECO Transaktionen in Deutschland.....	58
5.1 ZIELSETZUNGEN.....	58
5.2 QUANTITATIVE UNTERSUCHUNG	59
5.2.1 Untersuchung des Wertsteigerungseffekts bei der Muttergesellschaft	59
5.2.1.1 Aufbau der Untersuchung.....	59
5.2.1.2 Vorgehensweise bei der Berechnung der abnormalen Renditen	61
5.2.1.3 Ergebnisse der Untersuchung.....	65
5.2.2. Untersuchung der langfristigen Performance bei der Tochtergesellschaft	67
5.2.2.1 Aufbau der Untersuchung.....	67
5.2.2.2 Ablauf bei der Berechnung der abnormalen Renditen	68
5.2.2.3 Ergebnisse der Untersuchung.....	70
5.3 QUALITATIVE UNTERSUCHUNG	71
5.3.1 Aufbau der Untersuchung.....	71
5.3.2 Theoretische Grundlagen und Aufstellung von Thesen.....	72
5.3.3 Vorgehensweise bei den zu testenden Hypothesen	75
5.3.4 Vorstellung und Interpretation der Ergebnisse.....	76
Kapitel VI: Aufstellung von Thesen.....	78
Kapitel VII: Zusammenfassende Bewertung und Ausblick.....	80
7.1 ZUSAMMENFASSUNG	80
7.2 AUSBLICK.....	81
Anhang	i
Gesprächspartner	xxxiv
Literaturverzeichnis	xxxv