

656 863 536

Thomas Bühner

**Unternehmensabsplaltungen
als Wertsteigerungsinstrument**

*Eine empirische Untersuchung
von Equity Carve-outs und Spin-offs
in Europa*

Verlag Dr. Kovač

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	XIII
Tabellenverzeichnis	XVI
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
Symbolverzeichnis	XXV
1 Einleitung	1
1.1 Motivation und Zielsetzung	1
1.2 Aufbau der Arbeit	3
1.3 Begriffsdefinitionen und Abgrenzungen	5
1.3.1 Abgrenzung hinsichtlich der Zahlungsströme	5
1.3.2 Abgrenzung hinsichtlich der rechtlichen und faktischen Trennung	7
1.3.3 Abgrenzung hinsichtlich bilanzieller Wirkungen	8
1.3.3.1 Ausgangssituation	9
1.3.3.2 Sekundärplatzierung	10
1.3.3.3 Primärplatzierung	12
1.3.3.4 Vollständige Desinvestition	13
1.3.4 Vergleichende Zusammenfassung	14
2 Investitionsentscheidungen auf internen und externen Kapitalmärkten	17

2.1	Neoklassik vs. Neo-institutionalistische Finanzierungstheorie	17
2.2	Investitionsentscheidungen bei asymmetrischer Informationsverteilung	20
2.2.1	Unterinvestitionsprobleme	20
2.2.2	Überinvestitionsprobleme	21
2.2.3	Die Zusammensetzung des Investitionsprogramms .	23
2.3	Investitionsverhalten auf internen Kapitalmärkten	25
2.3.1	Grundlegende Unterschiede zwischen internen und externen Kapitalmärkten	26
2.3.2	Anreizeffekte innerhalb der Geschäftsbereiche . . .	28
2.3.3	Kapitalallokation zwischen den Geschäftsbereichen	30
2.3.4	Zwischenfazit	35
2.4	Diversifikation und Unternehmenswert	37
2.4.1	Der Diversifikationsabschlag	37
2.4.2	Empirische Befunde zur Funktionsweise interner Kapitalmärkte	42
2.4.2.1	Anforderungen an einen internen Kapitalmarkt	42
2.4.2.2	Ineffiziente Ressourcenallokation	43
2.4.2.3	Effiziente Ressourcenallokation	45
2.4.3	Der interne Kapitalmarkt als Determinante des Unternehmenswerts	46
2.4.4	Methodische Kritik	47
2.4.4.1	Tobin's Q als Mass für die Investitionsmöglichkeiten	48
2.4.4.2	Endogene Faktoren als Ursache für den Diversifikationsabschlag	49
2.4.5	Zwischenfazit	52

3	Unternehmensabsaltungen als Wertsteigerungsinstrument	55
3.1	Ankündigungseffekt	55
3.1.1	Equity Carve-out	56
3.1.2	Spin-off	58
3.1.3	Sell-off	60
3.1.4	Tracking Stock	60
3.1.5	Angekündigte, aber zurückgezogene Börsengänge eines Tochterunternehmens	62
3.2	Langfristige Wertentwicklung	64
3.2.1	Kursentwicklung	64
3.2.2	Operative Kennzahlen	68
3.3	Ansätze zur Erklärung einer positiven Kursreaktion	70
3.3.1	Verbesserte externe Ressourcenallokation	70
3.3.1.1	Managementanreize und -kontrolle	71
3.3.1.1.1	Interne Kontrollmechanismen	71
3.3.1.1.2	Externe Kontrollmechanismen	73
3.3.1.1.3	Direkte Anreize für das Management	75
3.3.1.2	Informationsasymmetrie zwischen Management und Kapitalgebern	77
3.3.1.2.1	Informationsasymmetrie und Unternehmenswert	78
3.3.1.2.2	Der Signaleffekt einer Unternehmensabsaltung	79
3.3.1.2.3	Unternehmensabsaltungen und Informationsproduktion	83
3.3.1.3	Informationsasymmetrie zwischen informierten und uninformierten Investoren	86

3.3.1.3.1	Informationsasymmetrie und Unternehmenswert	86
3.3.1.3.2	Unternehmensabspaltungen und Informationsasymmetrie zwischen Investoren	88
3.3.1.4	Verwendung des Emissionserlöses	91
3.3.2	Verbesserte interne Ressourcenallokation	93
3.3.3	Vermögensverlagerung zwischen Kapitalgebergruppen	98
3.3.3.1	Vermögensverlagerung von Fremd- zu Eigenkapitalgebern	98
3.3.3.2	Vermögensverlagerung zwischen Eigenkapitalgebern	107
3.3.4	Vervollständigung des Marktportfolios durch neue riskante Wertpapiere	111
3.4	Wahl der Desinvestitionsmethode	113
4	Eigene empirische Untersuchung von Unternehmensabspaltungen in Europa	121
4.1	Zielsetzung	121
4.2	Werteffekte von Unternehmensabspaltungen	121
4.2.1	Beschreibung der Datenbasis	122
4.2.2	Methodik der Ereignisstudie	124
4.2.2.1	Grundlegende Annahmen einer Ereignisstudie	124
4.2.2.2	Berechnung der abnormalen Renditen	127
4.2.2.3	Modelle zur Erzeugung von Normalrenditen	128
4.2.2.4	Wahl des Marktindex	130
4.2.2.5	Ereignis- und Schätzzeiträume	132
4.2.3	Statistische Methoden	135
4.2.3.1	Parametrische Teststatistiken	135

4.2.3.2	Nicht-parametrische Teststatistiken	140
4.2.3.3	Schätzung der Parameter des Marktmodells	142
4.2.3.4	Das Problem des Clustering	146
4.2.4	Ergebnisse der Ereignisstudie	147
4.2.4.1	Gesamte Stichprobe	147
4.2.4.2	Equity Carve-outs vs. Spin-offs	150
4.2.4.3	Zurückgezogene Börsengänge von Tochter- unternehmen	151
4.3	Analyse der Werttreiber	156
4.3.1	Modell	156
4.3.2	Datenbasis	157
4.3.2.1	Auswahl der abhängigen Variablen	157
4.3.2.2	Auswahl und Berechnung der unabhängigen Variablen	158
4.3.2.3	Deskriptive Statistik	165
4.3.3	Ergebnisse	168
4.3.3.1	Korrelationsanalyse	168
4.3.3.2	Regressionsanalyse	171
4.3.3.3	Interpretation der Ergebnisse	179
4.3.3.4	Methodik der Querschnittsregression	181
4.4	Wahl der Desinvestitionsmethode	183
4.4.1	Modell	183
4.4.2	Datenbasis	185
4.4.3	Ergebnisse der logistischen Regression	190
4.4.4	Methodik der logistischen Regression	193
5	Zusammenfassung und Ausblick	197
A	Einbezogene Stichprobenelemente	205

B	Zusätzliche Auswertungen zur Ereignisstudie	211
C	Branchencodes	219
D	Synthetisches Portfolio aus Mutter- und Tochterunternehmen	221
E	Zusätzliche Auswertungen im Rahmen der Regressionsanalyse	229
F	Zusätzliche Auswertungen zur Wahl der Desinvestitionsmethode	239
	Literaturverzeichnis	242