

Reihe: Finanzierung, Kapitalmarkt und Banken • Band 12

Herausgegeben von Prof. Dr. Hermann Locarek-Junge, Dresden, Prof. Dr. Klaus Röder, Münster, und Prof. Dr. Mark Wahrenburg, Frankfurt

Dr. Michel Charifzadeh

Corporate Restructuring

Ein wertorientiertes Entscheidungsmodell

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner,
Technische Universität München



JOSEF EUL VERLAG
Lohmar • Köln

Inhaltsverzeichnis

AbkOrzungsverzeichnis.....	XIX
Symbolverzeichnis.....	XXIII
Abbildungsverzeichnis.....	XXV
Tabellenverzeichnis.....	XXVII
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung.....	1
1.2 Gegenstand und Ziele der Untersuchung.....	3
1.3 Finanzierungstheoretische Einordnung der Themenstellung.....	6
1.3.1 Neoklassische Finanzierungstheorie.....	6
1.3.2 Einordnung der Themenstellung in die neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie.....	10
1.4 Gang der Untersuchung.....	14
2 Begriffliche Grundlagen.....	19
2.1 Diversifikation.....	19
2.1.1 Definition von Diversifikation.....	19
2.1.2 Konzernbegriff und verbundene Unternehmen.....	21
2.2 Corporate Restructuring.....	23
2.2.1 Das Unternehmen im neoinstitutionalistischen Kontext.....	24
2.2.2 Definition von Corporate Restructuring.....	25
2.2.2.1 Corporate Restructuring i.e.S.....	25
2.2.2.2 Definition von Bowman und Singh.....	28
2.3 Shareholder Value.....	30
2.3.1 Definition von Shareholder Value.....	30

2.3.2 Börsenkurs, Marktwert und fundamentaler Wert.....	33
2.3.2.1 Die Problematik der Verwendung von Börsenkursen.....	34
2.3.2.2 Differenzen zwischen Marktwert und fundamentalem Wert.....	34
2.3.2.3 Suche nach einem marktrelevanten Bewertungsverfahren.....	36
2.3.3 Veränderungen des Shareholder Value durch Corporate Restructuring.....	40
2.3.3.1 Aufteilung des Shareholder-Value-Zuwachses.....	40
2.3.3.2 Wertlücken und Wahrnehmungslücken.....	41
2.3.3.3 Konzernabschlag bei diversifizierten Unternehmensstrukturen.....	42
2.3.3.4 Einbindung der Konzepte der Wertlücke, Wahrnehmungslücke und Konzernabschlag in ein Wertsteigerungsmodell.....	44
3 Diversifikation.....	49
3.1 Allgemeine Überlegungen zu expansiven Zusammenschlüssen.....	50
3.1.1 Ein allgemeines Vorteilhaftigkeitskriterium für Unternehmenszusammenschlüsse.....	50
3.1.2 Unvorteilhafte Unternehmenszusammenschlüsse.....	52
3.2 Ausprägungsformen.....	57
3.3 Motive der Diversifikation.....	58
3.3.1 Überblick.....	58
3.3.2 Risikostreuungseffekt durch Diversifikation.....	59
3.3.2.1 Senkung des unsystematischen Risikos.....	59
3.3.2.2 Wertsteigerung und Wertvernichtung durch Diversifikation.....	61
3.3.3 Marktmachtsteigerung.....	64
3.3.4 Informations- und Signalingansätze.....	67
3.3.5 Synergieeffekte.....	68
3.3.5.1 Systematisierung von Synergieeffekten.....	68
3.3.5.2 Operative Synergieeffekte.....	69
3.3.5.3 Operative Dissynergien.....	72
3.3.5.4 Finanzielle Synergieeffekte.....	75
3.3.5.5 Finanzielle Dissynergien.....	77
3.4 Empirische Untersuchungen zur Diversifikation.....	78
3.4.1 Allgemeines zu empirischen Studien über die Diversifikation.....	79

3.4.2 Ausgewählte empirische Untersuchungen.....	80
3.4.3 Überblick über Ergebnisse empirischer Studien zur Diversifikation und Zusammenfassung.....	85
4 Corporate Restructuring.....	89
4.1 Konzepte des Corporate Restructuring.....	89
4.1.1 Erscheinungsformen.....	89
4.1.1.1 Seil-Off und Minority-Sale.....	89
4.1.1.2 Subsidiary IPO.....	92
4.1.1.3 Equity Carve-Out.....	93
4.1.1.4 Spin-Off.....	95
4.1.1.5 Split-Off.....	97
4.1.1.6 Split-Up und Demerger.....	99
4.1.1.7 Tracking Stocks.....	101
4.1.2 Kategorisierungen.....	104
4.2 Rechtliche Aspekte für die Anwendung der Restrukturierungskonzepte in Deutschland.....	108
4.2.1 Eingrenzung.....	108
4.2.2 Gesellschaftsrechtliche Aspekte.....	109
4.2.2.1 Corporate Restructuring mit Hilfe des neuen Umwandlungsrechts.....	109
4.2.2.1.1 Aufspaltung.....	109
4.2.2.1.2 Abspaltung.....	111
4.2.2.1.3 Ausgliederung.....	113
4.2.2.2 Spaltung außerhalb des neuen Umwandlungsrechts.....	115
4.2.2.3 Gesellschaftsrechtliche Regelungen zum Unternehmensverkauf.....	117
4.2.2.4 Aktienrechtliche und börsenrechtliche Aspekte.....	117
4.2.2.5 Übertragbarkeit von Tracking Stocks in deutsches Recht.....	121
4.2.2.5.1 Anknüpfung des Gewinnbezugsrechts an Spaltergebnisse.....	122
4.2.2.5.2 Flexible Ausgestaltung des Stimmrechts und des Anteils am Liquidationserlös.....	123
4.2.2.5.3 Mögliche Verfahren zur Einführung von Tracking Stocks nach deutschem Recht.....	124

4.2.3 Steuerrechtliche Aspekte.....	126
4.2.3.1 Steuerliche Behandlung von Auf-, Abspaltung und Ausgliederung.....	126
4.2.3.2 Steuerliche Behandlung von Verkaufs- und Emissionserlösen.....	130
4.2.4 Kartellrechtliche Aspekte.....	131
4.3 Historische Entwicklungen.....	133
4.3.1 Entwicklung des Corporate Restructuring in den USA.....	134
4.3.2 Entwicklung des Corporate Restructuring in Deutschland.....	139
4.3.3 Aktuelle Situation in Deutschland.....	141
4.4 Empirische Untersuchungen zu Shareholder-Value-Veränderungen durch Corporate-Restructuring-Maßnahmen.....	144
4.4.1 Allgemeine Vorgehensweise.....	144
4.4.1.1 Der Marktmodell-Ansatz.....	145
4.4.1.2 Ex-ante-Studien.....	147
4.4.1.3 Ex-post-Studien.....	148
4.4.1.4 Probleme theoretischer Art bei den empirischen Untersuchungen ..	149
4.4.2 Empirische Ergebnisse beim Corporate Restructuring: Shareholder-Value-Steigerung.....	151
4.4.2.1 Ausgewählte Untersuchungen.....	151
4.4.2.1.1 Untersuchungen zu Spin-Offs.....	151
4.4.2.1.2 Untersuchungen zu Equity Carve-Outs.....	154
4.4.2.1.3 Untersuchungen zu Spin-Offs.....	157
4.4.2.1.4 Untersuchungen zu Tracking Stocks.....	161
4.4.2.2 Überblick und weitere empirische Studien.....	164
4.4.2.3 Ergebnisauswertung und Schlussfolgerung.....	171
5 Entscheidungsfindung: Auswahl von Corporate-Restructuring-Konzepten.....	175
5.1 Kennzeichnung und Strukturierung des Entscheidungsproblems.....	175
5.1.1 Bestimmung der Auswahlkriterien.....	175
5.1.2 Konstruktion eines Zielsystems zur Einordnung der maßgeblichen Entscheidungskriterien.....	177
5.1.3 Grundlegende Systematik des Corporate Restructuring.....	179

5.2 Ziele und Motive des Corporate Restructuring.....	181
5.2.1 Unfreiwillige Restrukturierung.....	181
5.2.1.1 Gesetzliche und kartellrechtliche Auflagen.....	181
5.2.1.2 Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen.....	182
5.2.2 Unternehmenswertsteigernde Restrukturierung.....	184
5.2.2.1 Oberziel der Wertsteigerung durch Corporate Restructuring	184
5.2.2.1.1 Zur Begründung des Shareholder Value als oberstes Ziel.....	184
5.2.2.1.2 Allgemeine Vorteilhaftigkeit von Corporate Restructuring.....	186
5.2.2.2 Subziele bzw. Motive des wertsteigernden Corporate Restructuring.....	187
5.2.2.2.1 Abgrenzung der Motive von Wirkungsmechanismen.....	187
5.2.2.2.2 Rückführung der Diversifikation.....	189
5.2.2.2.2.1 Fokussierung und Auflösung konglomerater Unternehmensstrukturen.....	189
5.2.2.2.2.2 Abstoßung eines 'Poor Performers'.....	189
5.2.2.2.2.3 Beseitigung negativer Synergien.....	190
5.2.2.2.3 Erzielung einer effizienteren Bewertung.....	191
5.2.2.2.4 Generierung eines Cash-Zuflusses.....	191
5.2.2.2.5 Änderung der Unternehmensstrategie.....	192
5.2.2.2.6 Schaffung eines Akquisitionszahlungsmittels	193
5.2.2.2.7 Einrichtung eines Management-Incentive-Programms . . .	194
5.3 Wirkungsmechanismen als Erklärungsansätze für die Wertsteigerung.....	194
5.3.1 Höhe des Verkaufspreises.....	195
5.3.2 Informationshypothese.....	196
5.3.2.1 Steigerung der Transparenz.....	196
5.3.2.2 Interne und externe Informationsquellen.....	198
5.3.3 Managementeffizienzhypothese.....	201
5.3.3.1 Freisetzung von Managementressourcen.....	202
5.3.3.2 Kontrollmechanismen zur Verhaltenssteuerung.....	203
5.3.3.3 Anreizmechanismen zur Beseitigung von Interessenkonflikten . . .	206
5.3.4 Werttransferhypothese.....	208
5.3.5 Auflösung von Dissynergien.....	211

5.3.5.1 Gleichzeitigkeit von Motiv und Wirkungsmechanismus.....	211
5.3.5.2 Umsatzmindernde und kostensteigernde Dissynergien.....	212
5.3.6 Vervollständigung des Kapitalmarktes.....	215
5.3.7 Vorwegnahme einer Akquisitionsprämie.....	217
5.3.8 Weitere Wirkungsmechanismen.....	218
5.3.9 Zuordnung der Wirkungsmechanismen zu Instrumenten.....	219
5.3.9.1 Qualitative Zuordnung von Wirkungsmechanismen.....	219
5.3.9.2 Quantitative Zuordnung von Wertsteigerungseffekten.....	226
5.3.10 Gefahr negativer Wirkungsmechanismen für den Shareholder Value.....	228
5.4 Darstellung des Gesamtsystems des Corporate Restructuring.....	230
5.5 Auswahl von Konzepten des Corporate Restructuring anhand eines Entscheidungsmodells.....	231
5.5.1 Beschreibung und Annahmen des Modells.....	231
5.5.2 Erste Auswahlstufe: Entscheidung anhand von Motiven.....	234
5.5.2.1 Auswahlentscheidung.....	234
5.5.2.2 Existenz mehrerer Motive.....	240
5.5.2.2.1 Zielbeziehungen.....	240
5.5.2.2.2 Auswahlentscheidung bei zwei Motiven.....	242
5.5.3 Zweite Auswahlstufe: Nebenbedingungen bei der Auswahl.....	245
5.5.3.1 Einordnung der Nebenbedingungen in das Entscheidungsmodell	245
5.5.3.2 Tuning.....	246
5.5.3.3 Beibehaltung der Diversifikation.....	249
5.5.3.4 Gesellschaftsrechtliche Hürden.....	250
5.5.3.4.1 Fehlende gesellschaftsrechtliche Bestimmungen.....	250
5.5.3.4.2 Zustimmungserforderais der Hauptversammlung.....	252
5.5.3.5 Steuerneutralität der Transaktion.....	255
5.5.3.6 Kartellrechtliche Hürden.....	257
5.5.3.7 Öffentliche und unternehmensinterne Akzeptanz.....	258
5.5.3.8 Zusammenfassende Übersicht und Zuordnung der Nebenbedingungen.....	260
5.5.4 Ergebnis und kritische Würdigung.....	261
5.5.4.1 Ergebnis des Entscheidungsmodells.....	261
5.5.4.2 Beurteilung.....	264

6 Übersetzung der Wertsteigerung in Verfahren der Unternehmensbewertung ... 267

6.1 Vorverlegungen zu Unternehmensbewertungen beim Corporate Restructuring.....	267
6.2 Discounted-Cash-Flow-Verfahren.....	269
6.2.1 Grundlagen des Ansatzes.....	269
6.2.2 Erfassung der Einflüsse des Corporate Restructuring im DCF-Verfahren.....	272
6.2.2.1 Einordnung in das Shareholder-Value-Netzwerk.....	272
6.2.2.2 Beeinflussung der Free Cash Flows.....	273
6.2.2.3 Beeinflussung des Diskontsatzes.....	278
6.2.3 DCF-Beispielrechnung eines Spin-Offs.....	284
6.2.3.1 Abspaltung unter Vernachlässigung von Wertsteigerungseffekten.....	284
6.2.3.2 Abspaltung unter Berücksichtigung von Wertsteigerungseffekten.....	288
6.3 Multiplikator-Verfahren.....	293
6.3.1 Grundlagen von Multiplikator-Verfahren.....	293
6.3.2 Erfassung der Einflüsse des Corporate Restructuring im Multiplikator-Verfahren.....	295
6.3.2.1 Einordnung in ein Bewertungsnetzwerk.....	295
6.3.2.2 Beeinflussung der unternehmensspezifischen Bezugsgrößen.....	297
6.3.2.3 Beeinflussung der Multiplikatoren.....	301
6.3.3 Multiplikator-Beispielrechnung eines Spin-Offs.....	303
6.3.3.1 Abspaltung unter Vernachlässigung von Wertsteigerungseffekten.....	303
6.3.3.2 Abspaltung unter Berücksichtigung von Wertsteigerungseffekten.....	305
6.4 Realoptionen.....	311
6.4.1 Grundlagen des Realoptionsansatzes.....	311
6.4.2 Abbildung des Corporate Restructuring im Realoptionsansatz.....	315
6.4.2.1 Restrukturierungs-Realoptionen diversifizierter Unternehmen.....	315
6.4.2.2 Schaffung von Realoptionen durch Corporate Restructuring.....	317
6.4.2.3 Bestimmung der Bewertungskomponenten.....	320

6.4.3 Realoptions-Beispielrechnung eines Spin-Offs.....	323
6.4.3.1 Abspaltung unter Vernachlässigung neuer Handlungsflexibilitäten.....	323
6.4.3.2 Abspaltung unter Berücksichtigung neuer Handlungsflexibilitäten.....	325
6.5 Integration der Bewertungsthematik in die Auswahlentscheidung.....	328
6.5.1 Notwendigkeit der Unternehmensbewertung für den Entscheidungsprozess.....	328
6.5.2 Möglichkeiten der Integration der Unternehmensbewertung in den Entscheidungsprozess.....	329
7 Zusammenfassung der Ergebnisse und Schlussbetrachtung.....	331
Anhang	337
Literaturverzeichnis.....	345