

# Inhaltsübersicht

|          |   |            |
|----------|---|------------|
| <b>1</b> | <b>Einleitung</b> .....   | <b>1</b>   |
| 1.1      | Problemstellung.....  | 1          |
| 1.2      | Gegenstand und Ziele der Untersuchung .....   | 3          |
| 1.3      | Finanzierungstheoretische Einordnung der Themenstellung.....  | 6          |
| 1.4      | Gang der Untersuchung.....  | 14         |
| <b>2</b> | <b>Begriffliche Grundlagen</b> .....  | <b>19</b>  |
| 2.1      | Diversifikation .....   | 19         |
| 2.2      | Corporate Restructuring.....  | 23         |
| 2.3      | Shareholder Value.....  | 30         |
| <b>3</b> | <b>Diversifikation</b> .....  | <b>49</b>  |
| 3.1      | Allgemeine Überlegungen zu expansiven Zusammenschlüssen .....   | 50         |
| 3.2      | Ausprägungsformen .....   | 57         |
| 3.3      | Motive der Diversifikation.....   | 58         |
| 3.4      | Empirische Untersuchungen zur Diversifikation .....   | 78         |
| <b>4</b> | <b>Corporate Restructuring</b> .....  | <b>89</b>  |
| 4.1      | Konzepte des Corporate Restructuring.....   | 89         |
| 4.2      | Rechtliche Aspekte für die Anwendung der Restrukturierungskonzepte in Deutschland .....                       | 108        |
| 4.3      | Historische Entwicklungen .....   | 133        |
| 4.4      | Empirische Untersuchungen zu Shareholder-Value-Veränderungen durch<br>Corporate-Restructuring-Maßnahmen ..... | 144        |
| <b>5</b> | <b>Entscheidungsfindung: Auswahl von Corporate-Restructuring-Konzepten</b> .....                              | <b>175</b> |
| 5.1      | Kennzeichnung und Strukturierung des Entscheidungsproblems .....  | 175        |
| 5.2      | Ziele und Motive des Corporate Restructuring .....  | 181        |
| 5.3      | Wirkungsmechanismen als Erklärungsansätze für die Wertsteigerung.....   | 194        |
| 5.4      | Darstellung des Gesamtsystems des Corporate Restructuring .....   | 230        |
| 5.5      | Auswahl von Konzepten des Corporate Restructuring anhand eines Entscheidungsmodells .....                     | 231        |
| <b>6</b> | <b>Übersetzung der Wertsteigerung in Verfahren der Unternehmensbewertung</b> .....                            | <b>267</b> |
| 6.1      | Vorüberlegungen zu Unternehmensbewertungen beim Corporate Restructuring .....                                 | 267        |
| 6.2      | Discounted-Cash-Flow-Verfahren .....  | 269        |
| 6.3      | Multiplikator-Verfahren .....   | 293        |
| 6.4      | Realoptionen .....  | 311        |
| 6.5      | Integration der Bewertungsthematik in die Auswahlentscheidung .....   | 328        |
| <b>7</b> | <b>Zusammenfassung der Ergebnisse und Schlussbetrachtung</b> .....  | <b>331</b> |

## Inhaltsverzeichnis

|  |              |
|--|--------------|
| <b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>   | <b>XIX</b>   |
| <b>Symbolverzeichnis.....</b>  | <b>XXIII</b> |
| <b>Abbildungsverzeichnis.....</b>  | <b>XXV</b>   |
| <b>Tabellenverzeichnis.....</b>  | <b>XXVII</b> |
| <br>   |              |
| <b>1 Einleitung.....</b>   | <b>1</b>     |
| 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<br>Finanzierungstheorie..... | 10           |
| 1.4 Gang der Untersuchung.....   | 14           |
| <br>   |              |
| <b>2 Begriffliche Grundlagen .....</b>   | <b>19</b>    |
| 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<br>und Konzernabschlag in ein Wertsteigerungsmodell..... | 44        |
| <b>3 Diversifikation .....</b>  | <b>49</b> |
| 3.1 Allgemeine Überlegungen zu expansiven Zusammenschlüssen.....  | 50        |
| 3.1.1 Ein allgemeines Vorteilhaftigkeitskriterium für<br>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<br>Zusammenfassung ..... | 85        |
| <b>4 Corporate Restructuring .....</b>   | <b>89</b> |
| 4.1 Konzepte des Corporate Restructuring .....   | 89        |
| 4.1.1 Erscheinungsformen.....  | 89        |
| 4.1.1.1 Sell-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<br>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<br>an Spartenergebnisse .....                            | 122       |
| 4.2.2.5.2 Flexible Ausgestaltung des Stimmrechts<br>und des Anteils am Liquidationserlös.....        | 123       |
| 4.2.2.5.3 Mögliche Verfahren zur Einführung<br>von Tracking Stocks nach deutschem Recht .....        | 124       |

|   |            |
|---|------------|
| 4.2.3 Steuerrechtliche Aspekte.....   | 126        |
| 4.2.3.1 Steuerliche Behandlung von Auf-,<br>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<br>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:<br>Shareholder-Value-Steigerung .....                   | 151        |
| 4.4.2.1 Ausgewählte Untersuchungen .....  | 151        |
| 4.4.2.1.1 Untersuchungen zu Sell-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        |
| <b>5 Entscheidungsfindung: Auswahl von Corporate-Restructuring-Konzepten .....</b>                                | <b>175</b> |
| 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<br>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<br>als oberstes Ziel .....            | 184 |
| 5.2.2.1.2 Allgemeine Vorteilhaftigkeit von<br>Corporate Restructuring.....           | 186 |
| 5.2.2.2 Subziele bzw. Motive des wertsteigernden<br>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<br>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<br>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 Timing .....  | 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 Zustimmungserfordernis 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<br>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 |

|  |            |
|--|------------|
| <b>6 Übersetzung der Wertsteigerung in Verfahren der Unternehmensbewertung.....</b>        | <b>267</b> |
| 6.1 Vorüberlegungen 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 Realloptions-Beispielrechnung eines Spin-Offs .....  | 323        |
| 6.4.3.1 Abspaltung unter Vernachlässigung<br>neuer Handlungsflexibilitäten .....                   | 323        |
| 6.4.3.2 Abspaltung unter Berücksichtigung<br>neuer Handlungsflexibilitäten .....                   | 325        |
| 6.5 Integration der Bewertungsthematik in die Auswahlentscheidung.....                             | 328        |
| 6.5.1 Notwendigkeit der Unternehmensbewertung<br>für den Entscheidungsprozess.....                 | 328        |
| 6.5.2 Möglichkeiten der Integration der Unternehmensbewertung in den<br>Entscheidungsprozess ..... | 329        |
| <b>7 Zusammenfassung der Ergebnisse und Schlussbetrachtung .....</b>                               | <b>331</b> |
| <b>Anhang.....</b>   | <b>337</b> |
| <b>Literaturverzeichnis .....</b>  | <b>345</b> |