



Finanzierungsrelevante Fragestellungen im Kontext von Spin-Offs und Equity-Carve-Outs

AK Finanzierung der Schmalenbach-Gesellschaft für
Betriebswirtschaft e.V.*

Die Volumina von Konzernaufteilungen in Form von Spin-Offs und Equity-Carve-Outs sind in jüngerer Vergangenheit stetig angestiegen. Spiegelbildlich zur hohen Praxisrelevanz stellen diese Desinvestitionsmethoden stark beforschte Untersuchungsfelder dar. In der bisherigen wissenschaftlichen Literatur sind die Vorbereitungs- und Durchführungsphase einer Konzernaufteilung jedoch unterrepräsentiert. Der vorliegende Beitrag adressiert diese Forschungslücke und gibt einen umfassenden Einblick in wesentliche finanzierungsrelevante Problemstellungen börsennotierter Konzerne in Deutschland während der Vorbereitung und Durchführung von Spin-Offs und Equity Carve-Outs.

* AK Finanzierung | Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. | sg@schmalenbach.org

Unter Mitarbeit von Prof. Dr. Hermann Balzer, FH Aachen | Jürgen Binder, Daimler AG | Steffen Diel, SAP SE | Thomas Empelmann, thyssenkrupp AG | Dr. Jochen Gann, Boehringer Ingelheim GmbH | Dr. Jan Haaß, Freudenberg & Co. KG | Marcel Heinze, Ruhr-Universität Bochum | Jürgen Himmelsbach, TÜV Nord AG | Dr. Christoph Husmann, Encavis AG | Klaus Morgenstern, BASF SE | Prof. Dr. Stephan Paul, Ruhr-Universität Bochum (AK-Leiter) | Peter Schallenberg, Evonik Industries AG | Lorraine Scholle, Ruhr-Universität Bochum | Kai Schrickel, Robert Bosch GmbH | Dr. Roger Schweitzer, Bertelsmann AG | Marco Swoboda, Henkel KGaA | Dr. Verena Volpert, ehemals E.ON SE. Der Arbeitskreis ist Marcel Heinze und Lorraine Scholle zu besonderem Dank verpflichtet, da sie die Diskussionen in den Sitzungen vorbereitet und den Entwurf dieses Manuskripts erstellt haben.

In einem ersten Schritt werden mit der Determinierung des Zielratings, der Vorbereitung und Durchführung der Ratingprozesse und daraus abgeleitet der Definition und Implementierung der Zielkapitalstruktur der entstehenden Unternehmen die aus finanziellem Blickwinkel wesentlichsten (Teil-)prozessschritte identifiziert. Im Anschluss werden im Rahmen eines fallstudienartigen Forschungsdesigns mit beteiligten Finanzverantwortlichen in fünf bereits durchgeführten bzw. begonnenen Konzernaufteilungen typische Abläufe innerhalb dieser Prozessschritte beleuchtet. Die daraus hervorgehenden Problemfelder sowie „Best Practices“ werden in Handlungsempfehlungen überführt, die durch den bisher einmaligen Einblick in die Unternehmenspraxis zur Berücksichtigung bei zukünftigen Konzernaufteilungen nützlich sein können. Des Weiteren werden aus den Ergebnissen offene Forschungsfragen identifiziert, für die eine theoretische und empirische Analyse im Rahmen eines größeren Unternehmenssamples angemessen erscheint.

1 Einleitung

Getrieben von technologischen und regulatorischen Umbrüchen, die viele Konzerne zu strategischen Richtungsänderungen zwingen, kann in den jüngsten Jahren ein zunehmender Trend zur (Re-)fokussierung diversifizierter Konglomerate in Form von Konzernaufteilungen beobachtet werden. Weltweit wurden in den Jahren 2011 bis 2018 jährlich zwischen 150 und 200 Konzernaufteilungen in Form von Equity-Carve-Outs, Split-Offs oder Spin-Offs durchgeführt (Röhl 2018: 101). Auch in Europa steigen seit 2012 die Volumina von durch börsennotierten Unternehmen durchgeführten Spin-Offs bzw. Equity-Carve-Outs wieder an, wie in Abbildung 1 zu sehen ist. Zwar fordert die Covid-19-Krise die Zeitpläne der bereits sich in der Vorbereitung befindenden Transaktionen heraus, jedoch halten Konzernvorstände an den Beschlüssen zu Konzernaufteilungen grundsätzlich fest, wie es das Beispiel des geplanten Spin-Offs des Antriebgeschäfts von der Continental AG verdeutlicht (vgl. Handelsblatt 2020). Es ist nicht auszuschließen, dass Unternehmen die durch die weltweit getroffenen Maßnahmen ausgelösten Schocks in ihren Geschäftsfeldern zum Anlass nehmen, ihre Unternehmensstrukturen auf den Prüfstand zu stellen und im Hinblick auf nachhaltige Liquiditätsgenerierung, effiziente Kostenstrukturen, verbesserte Risikoprofile und Fokussierung der Kernkompetenzen zu optimieren (vgl. KPMG 2020; Deloitte 2020). Dementsprechend gehen erste Prognosen davon aus, dass im M&A-Markt mittelfristig eine Entspannung zu erwarten ist (EY 2020). Der in Abbildung 1 gezeigte Trend könnte also kurzzeitig gedämpft werden, sich langfristig aber wieder einstellen.

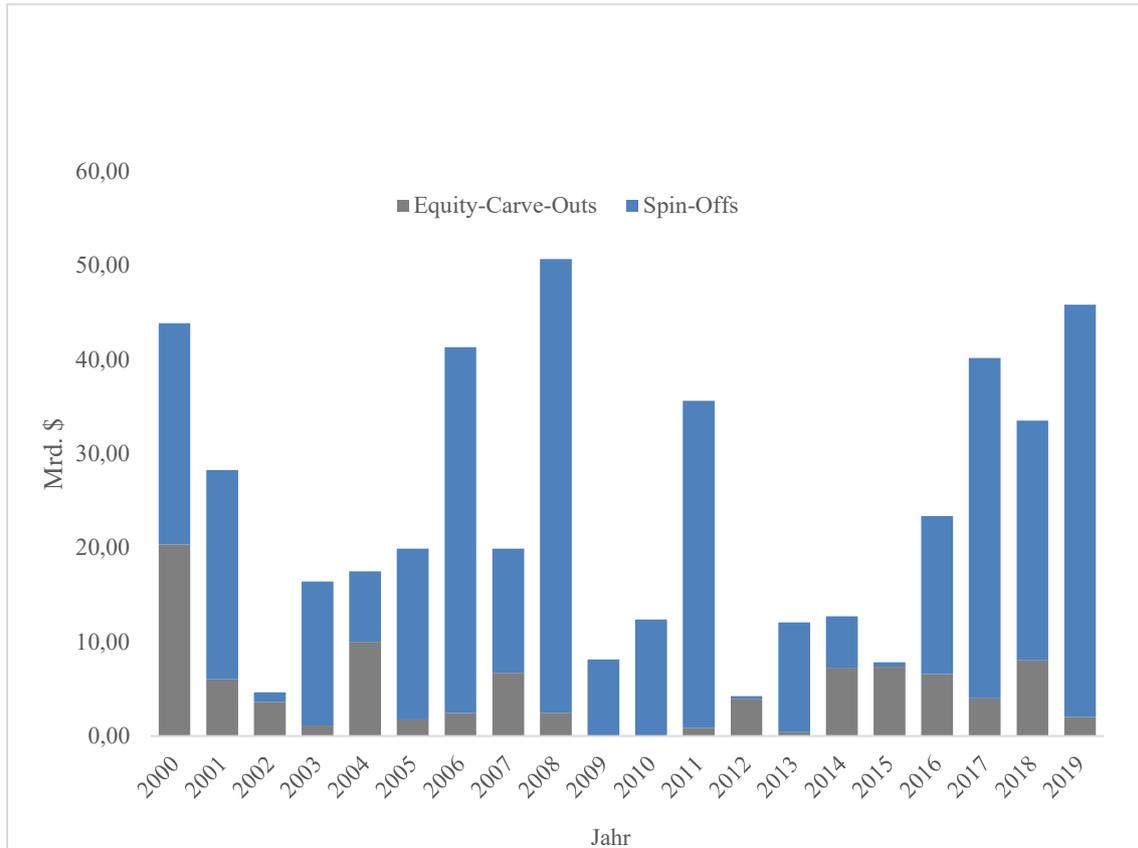


Abb. 1: Transaktionsvolumina europäischer Spin-Offs und Equity-Carve-Outs. Refinitiv Eikon.

Die besondere Bedeutung von Spin-Offs und Equity-Carve-Outs als Desinvestitionsmethoden führte dazu, dass vielfältige Fragestellungen im Kontext von Spin-Offs und Equity-Carve-Outs aus wissenschaftlicher Perspektive untersucht wurden (vgl. Kapitel 3). Bislang weitgehend unbeachtet blieben die Prozesse zur Vorbereitung und Umsetzung der Desinvestitionen und die dort auftretenden finanzierungsrelevanten Aspekte, die die beteiligten Akteure berücksichtigen müssen. Diese Forschungslücke wird von dem vorliegenden Beitrag adressiert indem die wesentlichen Prozessschritte aus der Perspektive des Finanzbereichs einer Unternehmung während der Vorbereitung einer Konzernaufteilung beleuchtet werden.

Das erste Forschungsziel des vorliegenden Beitrags besteht daher in der Definition finanzierungsrelevanter Prozessschritte während der Vorbereitung und Durchführung einer Konzernaufteilung. Im Rahmen eines fallstudienartigen Forschungsdesigns, das auf Tiefeninterviews mit beteiligten Finanzverantwortlichen in bereits durchgeführten Konzernaufteilungen basiert, sollen die wesentlichen Handlungs- und Problemfelder in den vorab definierten Prozessschritten dargestellt werden. Damit wird die Grundlage für die Ableitung von Handlungsempfehlungen für zukünftige Konzernaufteilungen gelegt. Mit diesem zweiten Forschungsziel ergänzt der AK Finanzierung der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. seine Erkenntnisse aus einer verwandten Studie aus dem Jahr 2003, in der die „sachgerechte Ausgestaltung von Börsengängen, die zu einer Platzierung von Konzerneinheiten führen“, erarbeitet

wurde (Arbeitskreis Finanzierung 2003). Drittens werden die aus der Forschungsliteratur generierten Erkenntnisse an denen der bisherigen, zumeist empirischen Literatur gespiegelt. Der qualitative Forschungsansatz in Form von Tiefeninterviews bietet im Vergleich zu empirisch geprägten Studien die Möglichkeit, der Komplexität eines Untersuchungsgegenstandes durch Nachfragen und ergänzende Erläuterungen sowie Raum für freie Antworten gerecht zu werden. Insofern können für die Unternehmenspraxis relevante, in der empirischen Literatur bisher unbeachtete Fragestellungen herausgearbeitet und damit weitere Forschungsfragen identifiziert werden.

Der weitere Beitrag ist wie folgt aufgebaut. In Kapitel 2.1 werden die definitorischen Grundlagen gelegt und die Begriffe des Spin-Offs und des Equity-Carve-Outs voneinander abgegrenzt. In Kapitel 2.2 wird die bisherige Forschungsliteratur zu den Untersuchungsobjekten Spin-Off und Equity-Carve-Out kurz vorgestellt. In Kapitel 3 werden die wesentlichen finanzierungsrelevanten Handlungsfelder innerhalb der Prozessphasen der Vorbereitung und Durchführung eines Spin-Offs oder Equity-Carve-Outs bestimmt. In Kapitel 4 werden die Untersuchungsmethodik sowie die betrachteten Transaktionen beschrieben. In Kapitel 5 werden die Ergebnisse vorgestellt. Der Beitrag schließt in Kapitel 6 mit einer Überführung der Ergebnisse in Handlungsoptionen sowie mit einem Ausblick auf offene Forschungsfragen.

2 Grundlagen und bisheriger Forschungsstand

2.1 Definition und Begriffsabgrenzung

Für die Aufteilung eines Konzerns existiert eine Vielzahl von Desinvestitionsformen. In den letzten Dekaden stellen der Spin-Off sowie der Equity-Carve-Out die von börsennotierten Unternehmen präferierten Methoden zur Verselbstständigung von Unternehmensteilen dar, weshalb sich der vorliegende Beitrag auf diese beiden Desinvestitionstypen fokussiert. Beide haben gemeinsam, dass einzeln handel- und bewertbare Unternehmen geschaffen werden (vgl. DePamphilis 2017: 599). Wesentliche Abgrenzungsmerkmale der Desinvestitionsmethoden werden im Folgenden aufgezeigt.

Der **Spin-Off** (im Folgenden auch SO) bezeichnet eine Realteilung oder auch Abspaltung eines bestehenden Unternehmens. Er ist in Deutschland im § 123 Abs. 2 UmwG gesetzlich verankert, in dem die Abspaltung vom Vermögen eines übertragenden Rechtsträgers beschrieben wird. Abzugrenzen ist die Abspaltung hier von der Aufgliederung nach § 123 Abs. 1 und einer Ausgliederung nach § 123 Abs. 3 UmwG. In der Abspaltung werden die Anteile eines übertragenden Rechtsträgers (im Folgenden auch RemainCo) an einer bestehenden rechtlichen Einheit (im Folgenden auch NewCo) an einen bestehenden (§ 123 Abs. 2 Nr. 1 UmwG) oder an einen

neugegründeten (§ 123 Abs. 2 Nr. 2 UmwG) aufnehmenden Rechtsträger übertragen. Geschieht der SO im Konzernverbund, so hält der abgebende Rechtsträger in der Regel die Anteile an dem aufnehmenden Rechtsträger. Als Ausgleich für die Abspaltung erhalten die Aktionäre des abgebenden Rechtsträgers (neue) Anteile auf pro-rata Basis an dem aufnehmenden Rechtsträger. Üblicherweise werden diese neuen Anteile mittels einer Kapitalerhöhung des aufnehmenden Rechtsträgers geschaffen. Dieser Desinvestitionstyp wird in dem vorliegenden Beitrag als *One-Step-Spin-Off* (im Folgenden *One-Step-SO*) bezeichnet. Kennzeichnend für den *One-Step-SO* ist, dass der übertragende Rechtsträger keine Barabfindung erhält, unmittelbar also keine Liquidität generiert wird. In der Regel werden die Anteile des aufnehmenden Rechtsträgers nach der Abspaltung zum öffentlichen Handel zugelassen. Wenn der übertragende Rechtsträger zu diesem Zeitpunkt noch über Anteile an dem aufnehmenden Rechtsträger verfügt, hat er die Möglichkeit, diese über den öffentlichen Handel zu veräußern und dementsprechend Liquidität zu generieren. Dieses Vorgehen wird in dem vorliegenden Beitrag als *Two-Step-Spin-Off* (im Folgenden *Two-Step-SO*) bezeichnet.¹

Im Gegensatz zu einem SO wird im Rahmen eines **Equity-Carve-Outs** (im Folgenden auch ECO) die Beteiligung an einer bestehenden oder neugegründeten Gesellschaft nicht auf einer pro-rata Basis an die Aktionäre des abgebenden Rechtsträgers verteilt, sondern üblicherweise über einen Initial Public Offering (IPO) an externe Investoren verkauft. Bei diesem Transaktionstyp wird über den Verkauf der Anteile unmittelbar Liquidität generiert. Abstrahiert von bestimmten Mischformen, können hierbei im Allgemeinen zwei verschiedene Arten der Veräußerung über den Kapitalmarkt unterschieden werden. Erstens kann das an der Börse zu platzierende Tochterunternehmen eine Kapitalerhöhung durchführen und die emittierten Anteile direkt über den Kapitalmarkt veräußern. Bei diesem sogenannten *primary offering* fließt der NewCo die Liquidität zu. Zweitens kann die RemainCo im Rahmen eines *secondary offerings* die in ihrem Besitz gehaltenen Anteile an der NewCo über den Kapitalmarkt veräußern, sodass die Liquidität der RemainCo zufließt. Die Aktionäre des abgebenden Unternehmens sind in beiden Fällen damit nicht direkt am herausgelösten Unternehmensteil beteiligt, sondern nur noch mittelbar durch ihre Beteiligung am abgebenden Unternehmen, falls dieses noch eine Beteiligung an der NewCo hält.²

¹ In der Literatur bestehen abweichende Definitionen dieses Begriffs. So referenziert Low (2002) auf einen *Two-Step-SO*, wenn der abgebende Rechtsträger bis zu 20% der Anteile mittels IPO veräußert und anschließend die verbleibenden Anteile an seine Aktionäre verteilt (vgl. Low 2002: 337).

² Eventuell hieraus resultierende Nachteile für die Altaktionäre des abgebenden Unternehmens werden im Beitrag des Arbeitskreis Finanzierung (2003: 14-22) diskutiert.

2.2 Empirischer Forschungsstand

Die wissenschaftliche Betrachtung von SOs und ECOs erfolgte bisher aus vielfältigen Perspektiven. Angelehnt an die von der Literatur typisierten Prozessphasen eines SOs bzw. ECOs zeigt Abbildung 2 unterschiedliche Literaturstränge zu den Themenkomplexen Spin-Offs und Equity-Carve-Outs, die sich durch eine besonders hohe Publikationsdichte hervorheben und entsprechend der Abbildung 2 den diversen Phasen einer Transaktion zugeordnet werden können.

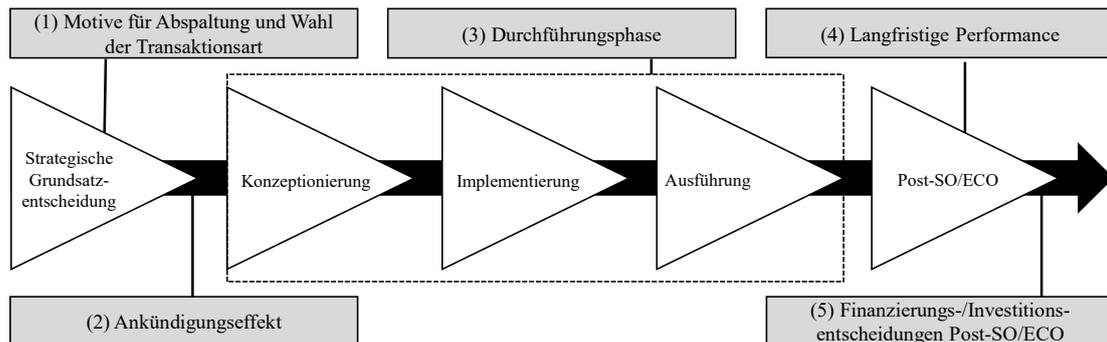


Abb. 2: Forschungsfelder im schematischen Zeitablauf eines SO/ECO.

Zunächst sind die Motivlagen (1) zu nennen, die das Management eines Konglomerats zu einer Aufteilung des Konzerns bewegen. Die beiden Studien zu US-amerikanischen Spin-Offs von Berger und Ofek (1995 und 1999) sind hier stellvertretend für viele weitere zu nennen, die diese Frage aus strategischer und regulatorischer Perspektive betrachten. Demnach sind die Eliminierung des Konglomeratsabschlages sowie die damit verbundene höhere Marktbewertung fokussierter Unternehmen für die Entscheidung zur Konzernaufteilung ausschlaggebend.

Eine zeitlich nachgelagerte Frage ist, über welche Desinvestitionsmethodik die Konzernaufteilung realisiert werden soll. Ein Hauptmotiv für die Durchführung eines ECO besteht darin, im Rahmen eines IPO Erlöse für unterschiedliche Zwecke – etwa die Zahlung von Dividenden, die Abtragung von Verbindlichkeiten oder die Durchführung von Investitionen – zu vereinnahmen (vgl. u. a. Gaughan 2015: 421f). Des Weiteren wurden in mehreren Studien unternehmensspezifische Determinanten beleuchtet, die die Wahrscheinlichkeit zur Durchführung eines SO oder eines ECO beeinflussen. Unter anderem wurde gezeigt, dass Unternehmen, die über einen ECO veräußert wurden, im Vergleich zu SO-Unternehmen nicht nur eine höhere operative Performance aufweisen, sondern auch risikoärmer sind (Michaely und Shaw 1995: 6) und ein höheres Wachstumspotential haben (Frank und Harden 2001: 505). Sie stellen somit Investitionsobjekte dar, für die am Kapitalmarkt eine hohe Nachfrage besteht (vgl. Frank und Harden 2001: 526).

Im Anschluss an die strategische Entscheidung stellt die öffentliche Kommunikation über die Absicht eines Spin-Offs oder Equity-Carve-Outs (2) den nächsten Schritt in der Prozessfolge dar. Beginnend mit den Studien von Schipper und Smith (1983) sowie Miles und Rosenfeld (1983)

hat sich ein großer Literaturbestand entwickelt, der die Kapitalmarktreaktionen auf die öffentliche Bekanntmachung einer Abspaltungsabsicht sowohl für Spin-Offs als auch für Equity-Carve-Outs analysiert. Für SOs wurden ausnahmslos positive Ankündigungseffekte festgestellt, wenngleich die Bandbreiten in Abhängigkeit von der Wahl des Event-Windows sowie des betrachteten Marktes und Zeitraumes stark variieren (vgl. Veld und Veld-Merkoulova 2009: 410). Auch für ECOs wurden vorwiegend positive Ankündigungseffekte gemessen (vgl. Rüdüsüli 2005: 73). Der geografische Fokus der Studien liegt primär auf den USA und Westeuropa (vgl. Rüdüsüli 2005: 71).

Weiterhin wird der Zeitraum nach der Durchführung (3) einer Konzernaufteilung (Post-SO/ECO-Phase) in ausführlicher Weise in der Forschungsliteratur behandelt. Ein breiter Literaturstrang analysiert die langfristige Aktienkursperformance von Mutter- und Tochterunternehmen im Anschluss an Spin-Offs und Equity-Carve-Outs (4). Die Ergebnisse werden in Rüdüsüli (2005) zusammengefasst und sollen im Folgenden nur kurz beleuchtet werden:

Die Analysen zu den langfristigen Werteffekten von SO-Unternehmen zeigen einen starken US-Fokus. Mit Kirchmaier (2003) sowie Veld und Veld-Merkoulova (2004) betrachten zwei Studien den westeuropäischen Markt. Die Studien mit US-Fokus zeigen, dass ein nach dem SO fiktiv bestehender Konzern aus RemainCo und der NewCo über einen langfristigen Zeitraum positive abnormale Renditen erzielt (vgl. Rüdüsüli 2005: 76). Bei europäischen Spin-Offs ist dies für den fiktiven Konzern ebenfalls der Fall. Hier zeigt sich jedoch, dass die RemainCos im Durchschnitt negative abnormale Renditen erzielen (vgl. Rüdüsüli 2005: 79).

Der Literaturstrang zu den ECOs fokussiert sich ebenfalls auf US-Unternehmen. Sie unterscheiden sich aber vor allem im Hinblick auf die gewählten Vergleichsmaßstäbe, wie etwa IPO-Unternehmen (Vijh 1999) oder Aktienindizes (Anslinger et al. 1997) (vgl. Klein, Schiereck und Ton 2018: 199). Im Gesamtbild zeigt sich, dass die Evidenz zu der langfristigen Performance von ECO-Unternehmen gemischt ist (vgl. Rüdüsüli 2005: 81; Klein, Schiereck und Ton 2018: 200) und ECO-Unternehmen im Vergleich zu SO-Unternehmen langfristig eine schlechtere Performance aufweisen (vgl. Rüdüsüli 2005: 80).

Neben der reinen Performancemessung analysieren verschiedene Studien mögliche Determinanten für Performanceunterschiede zwischen ECO- bzw. SO-Unternehmen und den jeweiligen Vergleichsmaßstäben. Insbesondere in der SO-Literatur wird an der Existenz des sogenannten Konglomeratsabschlages angesetzt, der besagt, dass der Marktwert eines Mischkonzerns geringer ist als die Summe der intrinsischen Werte der fokussierten unabhängigen Unternehmensteile. Die Existenz des Konglomeratsabschlages ist weitgehender Konsens, die Gründe hierfür sind jedoch Gegenstand einer anhaltenden wissenschaftlichen Debatte (Hoechle et al. 2012: 42). Beispielsweise wird in der neuern Literatur auf effizientere Corporate-Governance-Mechanismen (Hoechle et al. 2012; Liang et al. 2014) oder die Branchenerfahrung des CEOs der NewCo (Huang 2014) verwiesen. Da die Forschung in diesem Bereich zeitlich sehr weit zurück geht und breit gefächert ist, sei für Studien, die weitere Determinanten des Konglomeratsabschlages analysieren, auf die Zusammenfassungen von Rovetta (2006) sowie Erdorf et al. (2013) verwiesen (vgl. Rovetta 2006: 288; Erdorf et al. 2013).

Weitere Untersuchungen analysieren die langfristige Ausgestaltung von Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen nach einem SO (5). Dittmar (2004) zeigt unter anderem, dass die Kapitalstruktur einer SpinCo systematisch festgelegt wird und sich nach bestimmten Unternehmenscharakteristika, wie etwa dem Wachstumspotenzial oder der Tangibilität des Vermögens eines Unternehmens richtet (vgl. Dittmar 2004: 41). Bisherige Studien zu der „Effizienz“ von Kapitalstrukturentscheidungen im Rahmen von Konzernaufteilungen bzw. zum Finanzierungsverhalten von SO-Unternehmen kommen zu gegensätzlichen Ergebnissen. Der zu Grunde liegende Literaturstrang fokussiert sich deshalb auf SOs, da die Kapitalstrukturentscheidungen nicht von möglichen Liquiditätszuflüssen beeinflusst werden (vgl. Dittmar 2004: 9f). Die Ergebnisse von Krishnaswamia und Subramaniam (1999) weisen darauf hin, dass RemainCos und NewCos nach einem SO eine aktive Finanzierungspolitik zur Erreichung ihres Zielverschuldungsgrades betreiben, da sie durch den Abbau von Informationsasymmetrien von geringeren Kosten bei Kapitalmarktfinanzierungen profitieren. Sie beobachten, dass Unternehmen nach einem SO am Kapitalmarkt signifikant mehr Eigen- und Fremdkapitaltitel als Peer-Unternehmen sowie mehr Kapital emittieren als vor dem SO (vgl. Krishnaswamia und Subramaniam 1999: 96ff). Hingegen stellt Dittmar (2004) fest, dass die tatsächliche Kapitalstruktur einer aus einem SO hervorgehenden NewCo in den ersten drei Jahren nach einem SO konstant bleibt (vgl. Dittmar 2004: 21). Darüber hinaus unterscheiden sich die tatsächlich beobachtbaren Kapitalstrukturen nicht von Zielkapitalstrukturen, die von einem auf unternehmensspezifischen Einflussfaktoren basierenden empirischen Modell vorhergesagt werden (vgl. Dittmar 2004 : 24).

Cronqvist et al. (2009) vergleichen Charakteristika der Kapitalstrukturpolitik zwischen Mutter- und Tochterunternehmen und finden heraus, dass sich NewCos in ihrem Finanzierungsverhalten stärker an dem ehemaligen Mutterunternehmen (RemainCo) orientieren als an Peer-Unternehmen (vgl. Cronqvist et al. 2009 : 2). Mehrotra et al. (2003: 1370) zeigen u. a., dass abgebende Unternehmen nach einem Spin-Off eine kontinuierliche Dividendenpolitik anstreben. Mit Blick auf die Investitionspolitik ist etwa die Studie von Ahn und Denis (2004) zu nennen, die zeigen, dass in den aus einem SO entstehenden Unternehmen effizientere Investitionsentscheidungen getroffen werden, als in dem vor dem SO existierenden Konglomerat.

Der kurze Literaturüberblick verdeutlicht, dass Konzernaufteilungen aus vielschichtigen Perspektiven wissenschaftlich behandelt werden. Der Fokus liegt dabei auf statistisch-empirischen Forschungsdesigns, wenngleich diese Transaktionen auch als Setting für theoretische Modelle dienen (vgl. u. a. John 1993; Andreou et al. 2019). Bisher von der Wissenschaft weitgehend unbeachtet bleibt die Phase, in der die Aufteilung des Konzerngebildes vorbereitet und implementiert wird (3). Diese Forschungslücke soll durch den vorliegenden Beitrag mit Fokus auf finanzierungsrelevante Fragestellungen adressiert werden.

3 Teilprozesse in der Vorbereitung einer Konzernaufteilung

Die wesentlichen Prozessschritte wurden im Rahmen der regelmäßig durchgeführten Sitzungen des AK Finanzierung definiert. Der Teilnehmerkreis dieser Sitzungen besteht in der Regel aus Führungskräften in der Unternehmensfinanzierung aus zum Teil börsennotierten mittel- bis großen Unternehmen sowie aus Vertretern der Wissenschaft. Für zusätzliche Expertise wurden zudem Vertreter einer großen Investmentbank hinzugezogen, die Großkonzerne bei der Durchführung von SOs oder ECOs beraten. Durch den Einbezug eines breiten Spektrums an Wissensträgern (Führungskräfte, Bankenvertreter und Wissenschaftler) sollte eine möglichst hohe Abdeckung der theoretisch aber auch vor allem praxisrelevanten Themenbereiche sichergestellt werden.

Auf Basis von Präsentationen durch die Vertreter der Investmentbank sowie der Transaktionsbeteiligten aus dem Kreis der Unternehmensvertreter wurden die entsprechenden Prozessschritte erörtert. Diese wurden im Anschluss in eine schematische Abfolge überführt, wie in Abbildung 3 grafisch dargestellt [ZKS: Zielkapitalstruktur, JHV: Jahreshauptversammlung].

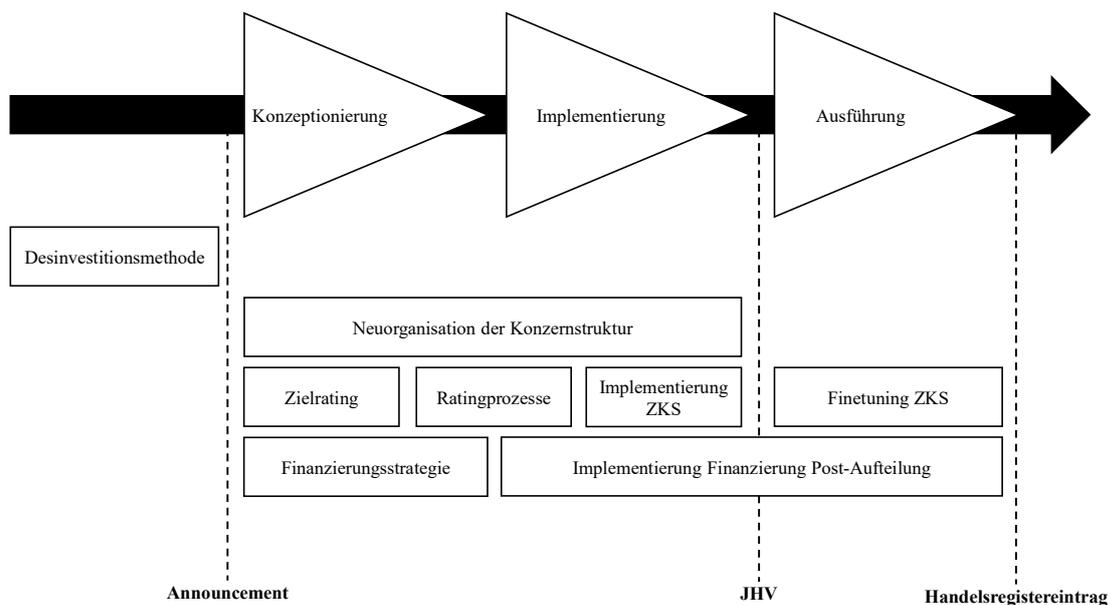


Abb. 3: Phasenschema einer Konzernaufteilung.

Dabei wurden die folgenden wesentlichen Prozessschritte identifiziert:

- Wahl der Desinvestitionsmethodik (s. Kapitel 5.1)
- Neuorganisation der Konzernstruktur (s. Kapitel 5.2)
- Definition Zielrating und Ratingprozesse (s. Kapitel 5.3)
- Definition und Implementierung der Zielkapitalstruktur (s. Kapitel 5.4)

Diese schematische Abfolge bildete die Grundlage für die Entwicklung eines Interviewleitfadens, der darauf abzielte, die Finanzverantwortlichen von an vergangenen ECOs oder SOs beteiligten Konzernen zu den wesentlichen Handlungs- und Problemfeldern in den jeweiligen Prozessschritten zu befragen.

4 Methodik und Charakterisierung der Stichprobe

4.1 Methodik

Aufgrund des explorativen Erkenntnisinteresses des vorliegenden Beitrages in Verbindung mit der Komplexität des Untersuchungsgegenstandes wird auf einen qualitativen, induktiv-explorierenden *Forschungsansatz* im Rahmen einer multiplen Fallstudie zurückgegriffen (vgl. Bachmann 2008 : 124). Im Gegensatz zu quantitativen, auf großen Stichproben basierenden Forschungsstrategien erlaubt das Fallstudiendesign eine Beschreibung komplexer Sachverhalte innerhalb eines abgegrenzten Rahmens (vgl. Yin 2013: 15). Eine multiple Fallstudie hat gegenüber einer Einzelfallstudie den Vorteil, dass gewonnene Erkenntnisse miteinander verglichen werden können (vgl. Heider 2017: 146). Sie ist im Idealfall eine Querschnittsanalyse mehrerer Untersuchungsobjekte (vgl. Kubicek 1975; Büschges und Lütke-Bornefeld 1977), d. h. streng genommen müssten Untersuchungsobjekte zum exakt gleichen Zeitpunkt analysiert werden, was jedoch aufgrund der Natur der vorliegenden Untersuchungsobjekte nicht möglich ist. Im Rahmen der Stichprobendefinition wurde jedoch darauf geachtet, dass die gewählten Transaktionen zeitlich möglichst nah beieinander durchgeführt wurden. Zur Selektion der Stichprobe wurden zunächst alle börsennotierten Konzerne in Deutschland identifiziert, die zwischen 2010 und Juni 2019 einen Spin-Off oder Equity-Carve-Out durchgeführt haben. Da das fallstudienartige Forschungsdesign nicht auf die Repräsentativität der Stichprobe ausgerichtet ist, wurde bei der Auswahl der Transaktionen auf eine möglichst hohe Branchenstreuung sowie die Balance zwischen den Desinvestitionsarten geachtet. In vier der fünf betrachteten Transaktionen repräsentieren die befragten Experten die RemainCo. In einer Transaktion wurden Vertreter der NewCo befragt, die unmittelbar vor dem Zeitpunkt der Abspaltung jedoch den Großteil des Konzernumsatzes erzielt hat. Die Anfrage potenzieller Interviewpartner erfolgte schriftlich mit Unterstützung der Arbeitskreismitglieder und deren persönlicher Kontakte.

Die *Datenerhebung* erfolgte durch strukturierte, leitfadengestützte Interviews mit Experten, die bei den ausgewählten Spin-Offs oder Equity-Carve-Outs eine Entscheidungsposition innehatten. Diese Art der Interviews gewährt die Möglichkeit für Nachfragen und ergänzenden Erläuterungen. Sie eignen sich daher methodisch bei hoher thematischer Komplexität des Untersuchungsgegenstandes (vgl. Flick und Steinke 2005: 14; Kaiser 2014: 3; Bogner et al. 2014: 29). Der Interviewleitfaden orientiert sich eng an dem in Kapitel 3 entwickelten Phasenschema. Er dient einerseits als Gedankenstütze für das Interview und soll andererseits gewährleisten, dass sämtliche Gespräche einem ähnlichen Verlauf folgen, so dass sich die Vergleichbarkeit der Ergebnisse erhöht. Zur Sicherstellung einer ausreichenden Vorbereitung wurde er mit zweiwöchigem Vorlauf per E-Mail an die Interviewteilnehmer verschickt. Die Interviews wurden zwischen September und November 2019 geführt. Zur Unterstützung der Auswertung bzw. Effektivität der Inhaltsanalyse ist stets ein Protokoll angefertigt worden, welches den Interviewteilnehmern zur Korrektur zur Verfügung gestellt wurde.

Die *Datenauswertung* lehnt sich an die Methodik von Gläser und Laudel (2010) an, welche die Inhaltsanalyse in vier Schritte unterteilt. Erstens wird im Rahmen der Vorbereitung der Extraktion ein Kategoriensystem erstellt, in dem die in Kapitel 3 definierten Themenfelder als Kategorien definiert werden (vgl. Gläser und Laudel 2010: 206). In diese Kategorien werden zweitens die Antworten der Teilnehmer im Rahmen der Extraktion eingeordnet (vgl. Gläser und Laudel 2010: 218). Drittens werden im Rahmen der Datenaufbereitung offensichtliche Inkonsistenzen und Widersprüche behoben sowie die Systematisierung der Kategorien angepasst (vgl. Gläser und Laudel 2010: 230). Die strukturierten Aussagen werden viertens entsprechend dem in Abbildung 3 gezeigten Schema ausgewertet und in einer Ergebnisübersicht dokumentiert. Ergänzend zu der Methodik von Gläser und Laudel (2010) wurden die Ergebnisse fünftens an den empirischen Ergebnissen der bisherigen Forschungsliteratur gespiegelt.

4.2 Charakteristika der Stichprobe

Die Stichprobe besteht aus drei Spin-Offs (davon ein nicht finalisierter SO) und zwei Equity Carve-Outs. Ein Großteil der Interviewpartner sind Führungskräfte aus dem Finanzbereich der Konzerneinheiten. Des Weiteren nahm in SO B eine Person aus dem Rechtsbereich an den Interviews teil. Tabelle 1 zeigt Mittelwerte diverser Charakteristika der Transaktionen sowie der RemainCo und der NewCo. Bei den Ausprägungen der Transaktionscharakteristika handelt es sich um ungewichtete Mittelwerte der berichteten Daten des jeweiligen Geschäftsjahres. Die Marktkapitalisierung wurde zunächst für jedes beteiligte Unternehmen auf Basis monatlicher Daten für das jeweilige Geschäftsjahr gemittelt. Aus diesen Werten wurden dann ungewichtete Mittelwerte über die beteiligten Unternehmen berechnet.

Die durchschnittliche Transaktionsdauer (definiert als Zeitraum zwischen der öffentlichen Bekanntmachung und Tag des Börsengangs der NewCo) der SOs beträgt 18 Monate und der ECOs 14 Monate. Hierbei ist zu beachten, dass diverse Vorarbeiten, wie etwa die Restrukturierung der Konzernorganisation teilweise vor und teilweise nach der Bekannt-

machung der Transaktionen durchgeführt wurden. Daher ist die Vergleichbarkeit ggf. eingeschränkt. Bei den ECOs liegen die IPO-Einnahmen, die der RemainCo zufließen, durchschnittlich bei 2,8 Mrd. €. Durchschnittlich hielten die RemainCos unmittelbar nach der Durchführung der Transaktion ca. 77% (ECOs) bzw. 28% (SO) der Anteile an der NewCo.

Spin-Offs					
Charakteristika Transaktion					
Durchschnittliche Dauer (Monate)	18				
Einnahmen durch IPO (Mrd. €)	-				
Verbleibende Beteiligung an NewCo (%)	28,33				
Charakteristika Unternehmen (N=2) ³					
	RemainCo			NewCo	
	t=-1	t=0	t=+1	t=0	t=+1
Umsatz (Mio. €)	87.318	30.164	29.692	52.213	50.857
Bilanzsumme (Mio. €)	66.943	35.250	31.730	31.003	28.574
Marktkapitalisierung	16.414	12.442	10.559	5.153	5.904
FK-Anteil (%) (Verzinsliches FK / Bilanzsumme)	0,18	0,15	0,14	0,18	0,16
Eigenkapitalrendite (%)	-11,36	-36,56	117,31	-6,68	2,82
Equity-Carve-Outs					
Charakteristika Transaktion					
Durchschnittliche Dauer (Monate)	14				
Einnahmen durch IPO (Mrd. €)	2,8				
Verbleibende Beteiligung an NewCo (%)	77,00				
Charakteristika Unternehmen (N=2)					
	RemainCo			NewCo	
	t=-1	t=0	t=+1	t=0	t=+1
Umsatz (Mio. €)	62.644	64.684	66.809	12.756	13.211
Bilanzsumme (Mio. €)	99.380	102.906	111.481	14.628	15.277
Marktkapitalisierung (Mio. €)	93.119	100.574	82.339	20.868	43.586
FK-Anteil (%) (Verzinsliches FK / Bilanzsumme)	0,27	0,25	0,24	0,15	0,10
Eigenkapitalrendite (%)	16,21	15,82	13,83	11,90	8,02

Tab. 1: Deskriptive Beschreibung der Untersuchungsobjekte.

Die RemainCos der betrachteten SOs wiesen im Geschäftsjahr der Aufteilung (t=0) einen durchschnittlichen Umsatz von 30,164 Mrd. € auf. Im Durchschnitt liegt der Umsatzanteil der RemainCo an der Summe der jeweiligen Umsätze in t=0 bei 36,62%. Bei der Bilanzsumme liegt der relative Anteil von RemainCo in t=0 bei 53,20% und bei der Marktkapitalisierung bei 70,71%.

Die RemainCos der ECOs wiesen im Geschäftsjahr der Aufteilung einen durchschnittlichen Umsatz von 64,68 Mrd. € auf, die NewCos 12,76 Mrd. €. Die durchschnittliche Marktkapitalisierung im Berichtsjahr t=0 (jeweils Mittelwert auf Basis von Monatsenddaten) lag bei den RemainCos bei

³ Für den nicht finalisierten SO werden keine deskriptiven Daten gezeigt.

100,57 Mrd. € und fällt im Jahr darauf auf 82,34 Mrd. €. Die durchschnittliche Marktkapitalisierung der NewCos erhöhte sich hingegen von 20,87 Mrd. € im Geschäftsjahr $t=0$ auf 46,59 Mrd. € im Geschäftsjahr $t=1$.

5 Ergebnisse

Die Anordnung der folgenden Teilkapitel orientiert sich an der in Abbildung 3 dargestellten chronologischen Abfolge der Prozessschritte. Die in den Kapitel 5.1 und 5.2 beschriebenen Prozessschritte stellen im Kern zwar keine Finanzprozesse dar, werden in diesem Beitrag aber beleuchtet, da die Finanzorganisationen der an den betrachteten Transaktionen beteiligten Konzerne hier zum Teil eine wesentliche Rolle einnehmen. Darüber hinaus wird im folgenden Kapitel ersichtlich, dass insbesondere die Wahl der Desinvestitionsmethode die Überlegungen des Managements im Hinblick auf Zielrating und -kapitalstruktur weitreichend beeinflusst (vgl. Kapitel 5.3 und Kapitel 5.4).

5.1 Wahl der Desinvestitionsmethodik

Wie in Kapitel 2.1 bereits beschrieben, liegt das wesentliche Abgrenzungsmerkmal der beiden Desinvestitionsarten des SO und des ECO darin, dass über einen ECO aufgrund der über die Börse veräußerten Anteile an dem abzugebenden Unternehmen *unmittelbar Liquidität generiert wird*. Im Rahmen eines SO ist hingegen höchstens eine mittelbare Vereinnahmung von Liquidität möglich, wenn die RemainCo eine etwaig bestehende Beteiligung an der NewCo hält und diese im Zeitverlauf über den Kapitalmarkt veräußert.

Der Liquiditätszufluss stellt dabei laut den befragten Experten ein *Hauptmotiv des jeweiligen Managements* für die Entscheidung zu einem ECO gegenüber einem SO dar, was im Einklang mit den Ergebnissen bisheriger Studien steht (vgl. u. a. Michaely and Shaw 1995: 6). Die vereinbarten Veräußerungserlöse wurden auf Ebene der RemainCos dazu genutzt, das zukünftige anorganische Wachstum zu finanzieren, den weiteren Konzernumbau voranzutreiben oder eine Erhöhung der Verschuldungskapazität zu ermöglichen. Dabei ist die Höhe der mit dem IPO generierten Liquidität abhängig von der jeweils gewählten Zielkapitalstruktur der NewCo, da beim IPO „kommunizierende Röhren“ zwischen Fremd- und Eigenkapital existieren. Insofern wird das Motiv, durch einen ECO Liquidität zu generieren, von der Höhe der auf die NewCo übertragbaren Verschuldung beeinflusst (vgl. Kapitel 5.4.1).

Zweitens bestand im Fall von ECO A die Motivation des Managements darin, *ein wenig zyklisches und wachstumsstarkes Unternehmen per ECO* zu veräußern. Für die Anteile an dem Unternehmen gab es eine entsprechende Nachfrage am Markt, wie die Befragten erläutern. Dies bestätigt die Ergebnisse vorheriger Studien. Ungünstige Börsenfenster können einen Risikofaktor für einen ECO darstellen, weshalb es mit einem

hohen Risiko verbunden ist, einen ECO für ein Unternehmen durchzuführen, welches in einem zyklischem Geschäftsfeld agiert. So kann etwa eine hohe Volatilität der Aktienmärkte dazu führen, dass das Management die IPO-Einnahmen nicht zuverlässig prognostizieren kann (Vgl. Kapitel 5.3.1). Die Ergebnislage dazu ist in der vorliegenden Fallstudie jedoch nicht eindeutig. In ECO B verfolgte das Management der RemainCo lange Zeit einen „Dual Track“, in dem sowohl der SO als auch der ECO eine Exit-Option darstellten. Letztendlich entschied sich das Management trotz einer angespannten Marktlage zu einem ECO, was dazu führte, dass die ursprünglich anvisierte Preisspanne sowie das Transaktionsvolumen heruntergesetzt werden mussten. Für die Verringerung des Transaktionsvolumens entschied sich das Management, da es mit einer Entspannung der Marktlage rechnete und über spätere Abverkäufe der verbliebenen Anteile zusätzliche Erlöse generieren wollte.

Die dritte Beobachtung ist, dass die in einem ECO involvierten RemainCos weiterhin eine *Mehrheitsbeteiligung* an der NewCo halten, wie vorherige Studien ebenfalls bestätigen (vgl. Gaughan 2015: 421; Klein, Schiereck und Ton 2017: 197f). Das strategische Motiv hinter dieser Entscheidung ist oftmals die Sicherstellung einer weiteren Finanzierungsquelle für die Realisation von zukünftigem Wachstum der RemainCo sowie die weitere Partizipation an Dividendenzahlungen der NewCo.

Demgegenüber strebte in den betrachteten SOs das jeweilige Management eine vollständige Trennung der beiden Konzerneinheiten an. In einem *One-Step-SO* werden 100% der Anteile des SO-Objektes an die Anteilseigner der RemainCo übertragen. Im Gegensatz zu einem Verkauf der Anteile über den öffentlichen Kapitalmarkt sind hier keine Sperrfristen (Lock-Up-Perioden) zu beachten, *weswegen eine vollständige Trennung durch einen One-Step-SO schneller realisierbar ist*. Obwohl die jeweiligen Managementteams im Rahmen der SOs eine vollständige Separierung anstrebten, hielt die jeweilige RemainCo nach dem SO aus unterschiedlichen Gründen noch jeweils einen Minderheitsanteil an der NewCo. In SO A beabsichtigte das Management ursprünglich einen *One-Step-SO*, entschied sich jedoch aufgrund der weiterhin bestehenden Partizipation an Dividendenzahlungen sowie der Vereinnahmung potenzieller Veräußerungserlöse⁴ für einen *Two-Step-SO*.⁵ In SO B erhielt die RemainCo eine Minderheitsbeteiligung an der NewCo, die in der Post-SO-Phase als Refinanzierungsquelle dienen soll.

5.2 Neuorganisation der Konzernstruktur

Als Vorbereitung einer Aufteilung sind die Konzernstrukturen durch unterschiedliche Maßnahmen so zu restrukturieren, dass das zu übertragende operative Geschäft den Gesellschaften der NewCo und das verbleibende operative Geschäft den Gesellschaften der RemainCo zugeordnet wird. Je nachdem, in welcher Struktur der Konzern bisher organisiert war, sind neue Gesellschaften zu gründen bzw. innerhalb der

⁴ Wengleich zum Zeitpunkt der Transaktionsvorbereitung fraglich ist, inwieweit die Veräußerungserlöse in dem Rating der RemainCo berücksichtigt werden (Kapitel 5.4.1).

⁵ Das „Mindestziel“ des Managements der RemainCo bestand in der Dekonsolidierung der NewCo.

Konzernstruktur „umzuhängen“, um eine gesellschaftsrechtliche Trennung zu ermöglichen und die abzugebende Einheit rechtlich zu verselbstständigen. Insofern sind die damit verbundenen Maßnahmen weitgehend unabhängig von den Desinvestitionstypen SO oder ECO.⁶ In den betrachteten Transaktionen wurden die Maßnahmen zu unterschiedlichen Zeitpunkten durchgeführt. In ECO A begannen sie bspw. lange vor der Entscheidung zum Börsengang der NewCo, bei SO A hingegen unmittelbar nach der Bekanntmachung der Transaktion.

Die Komplexität der Reorganisation wird neben dem zeitlichen Aspekt primär von der bisherigen Struktur der Konzernorganisation beeinflusst. Wenn die RemainCo schon in Teilkonzernstrukturen organisiert war, in der die NewCo ein eigenes Geschäftsfeld bzw. eine eigenständige rechtliche Einheit gebildet hat, ist die Komplexität der Restrukturierung im Vergleich gering, berichten zwei befragte Experten. In drei der von uns betrachteten Fälle existierte die NewCo jedoch noch nicht als rechtliche Einheit im jeweiligen Konzernverbund, sondern es gab eine zum Teil historisch gewachsene, integrierte Konzernstruktur mit international tätigen Gesellschaften. Die mit der „Entflechtung“ dieser Konzerngebilde verbundene Komplexität wurde durch die Beteiligten dieser drei Transaktionen als hoch eingestuft, da es sich bei den jeweiligen Landesgesellschaften der Konzerne häufig um sogenannte „Zebragesellschaften“⁷ handelte, die sowohl dem Geschäft der NewCo als auch dem der RemainCo zugehörige Vermögenswerte beinhalteten. Durch verschiedene Maßnahmen waren die Vermögenswerte dieser Zebragesellschaften („von Einzelgesellschaften bis zur Betriebsstätte“) auf die beiden nach der Spaltung verselbstständigten RemainCo und NewCo sowie deren schon existierende oder neuzugründende Tochterunternehmen zu verteilen. In dem ECO A wurden die damit zusammenhängenden Prozesse in einen Carve-Out- und einen Reorganisationsprozess unterteilt. Diese schematische Aufteilung wird für die weitere Erläuterung adaptiert.

Im **Carve-Out-Prozess** werden die Vermögenswerte, die dem Geschäftsbereich der abzugebenden Einheit zugehörig sind, den entsprechenden rechtlichen Einheiten der NewCo zugeordnet. Grundsätzlich können diese Transfers durch die Veräußerung einzelner Vermögenswerte in Form von Asset Deals oder durch eine Abspaltung nach § 123 Abs. 2 UmwG bzw. Ausgliederung nach § 123 Abs. 3 UmwG durchgeführt werden (vgl. Brauer et al. 2019: 308 ff).⁸ Die letzten beiden Alternativen sind (zumindest waren sie es zum Zeitpunkt der Transaktionen) bei grenzüberschreitenden Carve-Outs nicht möglich (vgl. Brauer et al. 2019: 310). Insofern wurden die Transfers mit diversen anderen Formen realisiert. Die häufigsten Transferarten, die uns genannt wurden, waren Verkäufe, Sachdividenden, Kapitaleinlagen oder ähnliche Methoden. Bei international tätigen Konzernen dienten lokale Vermögensübertragungsverträge, die die jeweiligen Landesgesellschaften miteinander schlossen, als Rahmenwerk für diese Transfers. Vor dem Hintergrund, dass diese Transfers häufig zwischen im Ausland operierenden Gesellschaften durchgeführt wurden, musste die

⁶ Vorausgehend sind die Identifikation und Zuordnung der Vermögenswerte zu den Gesellschaften der RemainCo und NewCo zu erfolgen.

⁷ Hierbei handelt es sich nicht um Zebragesellschaften im steuerrechtlichen Sinne.

⁸ Siehe ebenda für Vor- und Nachteile der beiden Alternativen im Hinblick auf Konsequenzen für vertragliche Leistungsbeziehungen, Umsetzbarkeit, Dokumentationsaufwand und Transaktionskosten.

jeweilige Gesetzgebung des betreffenden Landes beachtet werden. Somit waren diese Prozesse hochkomplex und zeitintensiv, selbst wenn abzugebende Unternehmen bereits ein berichtendes Segment innerhalb des Konzerns darstellten und somit der Großteil der Vermögenswerte und der Tochtergesellschaften schon der NewCo zugeordnet war.

Im **Reorganisationsprozess** wird anschließend die gesellschaftsrechtliche Konzernstruktur geschaffen, indem die Anteile an den rechtlichen Einheiten, denen die Vermögenswerte des zugehörigen Geschäftsfeldes der NewCo im Carve-Out-Prozess zugeordnet wurden, an die abzugebende Obergesellschaft übertragen werden. Diese Transaktionen weisen im Detail eine große operative Komplexität auf. So verursachte etwa in ECO A die reine Namensänderung einer Gesellschaft, die bestimmte Maschinen in einem hochregulierten Markt vertreibt, einen hohen Aufwand, da alle für den Vertrieb dieser Maschinen benötigten Lizenzen neu beantragt werden mussten. Des Weiteren beinhaltet die gesellschaftsrechtliche Neuorganisation auch die Auf- bzw. Ablösung von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen zwischen der RemainCo und NewCo sowie die Beendigung der Teilnahme der NewCo an der steuerlichen Organschaft der RemainCo.

Eine weitere Komplexität ergibt sich aus den steuerlichen Konsequenzen, die durch den Transfer von Vermögenswerten oder Share Deals ausgelöst werden. Die Managements der betrachteten Transaktionen waren darauf bedacht, die Restrukturierung steueroptimal durchzuführen. Ein Beispiel für steuerliche Fragestellungen wird im Folgenden kurz beleuchtet. Werden im Rahmen des Carve-out Prozesses einzelne Vermögenswerte auf dem Wege eines Asset-Deals auf eine andere, inländische Gesellschaft übertragen, führt die Aufdeckung stiller Reserven auf Seiten des Veräußerers zu einer Besteuerung. Auf Seiten des Erwerbers wird der Vermögenswert bilanziell mit dem nach der *Purchase Price Allocation* ermittelten Wert angesetzt, der ggf. den bisherigen Buchwert übersteigt. Somit führen höhere Abschreibungen zu einer Verminderung der zukünftigen Steuerlast auf Seiten des Erwerbers (vgl. Brauer et al. 2019: 315). Veräußerungsgewinne, die im Rahmen des Reorganisationsprozesses bei der Übertragung von Gesellschaften anfallen, sind gem. § 8b Abs. 2 KStG i. V. m. § 8b Abs. 3 KStG zu 95% steuerfrei, wenn es sich bei dem Veräußerer um eine Kapitalgesellschaft handelt. Diese – hier vereinfachend dargestellten – gegensätzlich wirkenden Steuereffekte sind vom Management bei der Neustrukturierung der Konzerneinheiten zu beachten.⁹ Ein Befragter betont daher, dass insbesondere bei der Steuerstrukturierung hoher Abstimmungsbedarf zwischen den beteiligten Workstreams besteht.

Wie oben schon erwähnt, beschreiben die befragten Experten die mit der Reorganisation des Konzerngebildes verbundenen Tätigkeiten als hochkomplex und zeitintensiv. Dies speist sich daraus, dass die Übertragung materieller und immaterieller Vermögenswerte sowie von Beteiligungen oftmals mit detaillierten und teilweise länderspezifischen, rechtlichen und steuerlichen Problemfeldern zusammenhängt. Darüber hinaus sind seitens des Managements auch bilanzielle Implikationen zu antizipieren, die mit der Neuordnung der Konzernstruktur einhergehen. So wurde bei SO

⁹ Ausführlich zur steuerlichen Strukturierung von Asset Deals und Share Deals vgl. Bock 2019: 150ff.

A das Management beispielsweise mit unvorhergesehenen bilanziellen Implikationen konfrontiert, was wiederum die weitere Durchführung der Transaktion beeinflusst. „Was wir völlig unterschätzt haben, waren die Folgen für die Bilanz. Man sammelt Gesellschaften zusammen mit ihren bestehenden Aktiva und Passiva. Was man dann aber erst am Ende weiß, ist, wie die jeweilige Konzernbilanz tatsächlich aussieht. Wir haben frühzeitig versucht, ein erstes Bild von den verbleibenden Einheiten zu bekommen. Sie müssen aber berücksichtigen, dass sich teilweise zuvor konzerninterne in konzernexterne Buchungsposten verwandeln, was das Bilanzbild signifikant verändert“, berichtet eine beteiligte Person an SO A (vgl. Brauer et al. 2019: 301ff). Dies betreffe zum Beispiel Organgesellschaften im Inland, die eine Verbindlichkeit ggü. dem Organträger einbuchen, wenn ein Gewinn abgeführt werden muss bzw. im Falle eines Verlustes eine Forderung ggü. dem Organträger. Hier musste das Management zunächst einen Mechanismus entwickeln, mit dem sich solche Positionen, die sich zu Cash- bzw. Finanzverbindlichkeiten oder –forderungen änderten, „übersetzen“ lassen. Erst als die bilanziellen Konsequenzen abgebildet werden konnten, wurden die Folgen für die Kapitalstruktur ersichtlich (vgl. Kapitel 5.3.2).¹⁰ Dementsprechend war das Management gegenüber den Ratingagenturen im Hinblick auf die Realisierung der Zielkapitalstruktur erst spät in der Transaktion sprechfähig, was dazu führte, dass eine Ratingagentur einen „Credit-Watch“ auf das Rating des Konzerns gelegt hat (vgl. Kapitel 5.3.2).

5.3 Definition Zielrating und Ratingprozesse

Die weiteren Aufgabengebiete, die in diesem Beitrag beleuchtet werden, können am Beispiel einer typisierten Projektorganisation eines SO oder ECO veranschaulicht werden. Die Projektleitung haben entweder interdisziplinär besetzte Project Management Offices (PMO) oder – insbesondere in Konzernen mit langer Transaktionshistorie – dedizierte M&A-Abteilungen inne. Unter ihrer Leitung werden Workstreams (u. a. Carve-Out-Abschlüsse, Combined Financial Statements, Business Plan, Rating und Kapitalstruktur, Finanzierung, bei ECOs: Platzierungsverfahren) aufgesetzt. Ein Unternehmensvertreter berichtet, dass die Workstreams bewusst von Co-Leads bestehend aus 2-4 Personen geleitet wurden, um sicherzustellen, dass die Abstimmung zwischen den Fachfunktionen erfolgte.

5.3.1 Definition Zielrating

Im vorliegenden Beitrag werden Aufteilungen börsennotierter Konzerne betrachtet, die bereits über ein eigenes Rating verfügten. In diesen Transaktionen sollte die RemainCo nach wie vor ein Rating erhalten. In drei Transaktionen (SO A, SO B und ECO B) hat die NewCo ebenfalls ein Rating erhalten. Insofern stellte in vier der fünf betrachteten Transaktionen die Definition des Zielratings eines Unternehmensteils bzw. beider beteiligten

¹⁰ Für ein anschauliches Beispiel zu den bilanziellen Folgen eines Carve-Outs siehe Brauer et al. 2019: 300ff.

Teile eine Primärtätigkeit der Finanzorganisation dar.¹¹ Aus dieser Definition leiten sich die Zielkapitalstruktur sowie die Implementierungsschritte zur Erreichung der Zielkapitalstruktur im Rahmen der Verschuldungsrestrukturierung ab. Ein Beteiligter an SO B fasst zusammen: „Die Themen Kapitalstruktur und Rating bilden das Unternehmen in strategischer und finanzieller Sicht ab, hängen extrem eng zusammen und waren extrem zeitintensiv und aufwendig zu modellieren.“

Ein wesentliches *Strukturierungselement* des Managements bei der Festlegung des Zielratings ist der *Diversifikationsverlust* (erstmal thematisiert durch Lewellen, 1971), der durch die Herauslösung eines Unternehmensteils aus einem Konzernverbund verursacht wird. Insofern stellt die Abgabe eines Unternehmensteils in Bezug auf das bisherige Ratingprofil des Konzerns einen gravierenden Einschnitt dar. Das Risikoprofil sowie weitere unternehmensindividuelle Einflussfaktoren des Zielratings des verselbstständigten Unternehmensteils müssen darüber hinaus völlig neu und erstmals Stand-Alone bewertet werden: „Man muss sich zunächst überlegen, welche Ratingnote für das Geschäft angemessen ist“ fasst ein Experte zusammen. In diesem Beitrag wird vereinfachend angenommen, dass sich das Rating eines Unternehmens von zwei wesentlichen Stellgrößen ableitet: einerseits von dem aus der Kapitalstruktur erwachsenden finanziellen Risikoprofil und andererseits von dem Geschäftsrisiko, welches sich bspw. aus der Volatilität einer bestimmten Zielergebnisgröße oder einem volatilen Marktumfeld ergibt.

Das Geschäftsprofil ist durch die Identifikation der der NewCo und der RemainCo zugeordneten Geschäftseinheiten vorgegeben und bildet insofern das „*Rahmenwerk*“ für das Zielrating. Es ist durch das Management beider Unternehmensteile aufgrund der Auflösung des Diversifikationsverbundes in einer Einzelbetrachtung zu bewerten. In zwei der betrachteten Transaktionen (SO A und SO B) wurde bei dieser Betrachtung von unterschiedlichen Einschätzungen aus Sicht des jeweiligen Managements berichtet. Dieser Sachverhalt bietet Diskussionspotenzial zwischen den jeweiligen Managementteams der RemainCo sowie der NewCo im Hinblick auf die Allokation der Kapitalressourcen. Der Diskussionsbedarf steigt, wenn ein Unternehmensteil aufgrund des geringeren Geschäftsrisikos in der Position ist, dem anderen Unternehmensteil erhebliche Kapitalressourcen übertragen zu müssen, um das anvisierte Zielrating zu erreichen. In SO A bestand bei dem Management der NewCo das Interesse an einem höheren Rating als jenes, auf das das Management der RemainCo die entsprechende Zielkapitalstruktur ausrichtete. Gleichzeitig konnte die RemainCo aufgrund des im Vergleich zur NewCo als geringer eingeschätzten Geschäftsrisikos nur im begrenzten Umfang Finanzverbindlichkeiten auf die NewCo übertragen: „Es gab für die RemainCo keine Möglichkeit mehr, der NewCo zusätzliche Verschuldung zuzuführen. Denn die NewCo hatte keinen Atmungsspielraum mehr, da sie zum Börsenstart ein bestimmtes Rating haben sollte und dieses beibehalten musste. Die RemainCo hatte die bessere Position und musste alles [Anm.: das Kapital] bereitstellen, was bei der NewCo fehlte. Dies führte zu einer recht

¹¹ Der Involvierungsgrad des NewCo Managements hängt davon ab, zu welchem Zeitpunkt der Transaktion es ernannt wird. Für die nachfolgenden Erläuterungen wird vereinfachend angenommen, dass das Management schon zum Zeitpunkt der Bekanntmachung der Transaktion benannt wird.

hohen Verschuldung auf Seiten der RemainCo.“ Aufgrund der hohen Verschuldung führte das Management der RemainCo mehrere Mitigierungsmaßnahmen durch.

Der Diversifikationsverlust und die damit verbundene erstmalige Stand-Alone-Bewertung der Geschäftsprofile der involvierten Unternehmensteile betraf alle von uns betrachtete Transaktionen, wenngleich in unterschiedlich starker Ausprägung. Des Weiteren hat die Ausgliederung eines Unternehmensteils aus einem Konzernverbund unternehmensindividuelle Implikationen für das Zielrating, die aufgrund des sehr unterschiedlichen Charakters im Folgenden nur beispielhaft erläutert werden. Zum Teil sind die verselbstständigten Unternehmensteile in unserer Betrachtung in Branchen tätig, in denen die jeweiligen Counterparties eine gewisse Mindestbonität voraussetzen. Im Konzernverbund wurden daher Konzernbürgschaften oder -garantien ausgestellt. Um diese im Anschluss an die Transaktion durch Banken darstellen zu können, war eine Mindestbonität der NewCo notwendig. Ein weiterer Aspekt, der in die Definition des Zielratings einbezogen wurde, ist die Vermeidung von Ratingvolatilität. Ein zu ambitioniertes Zielrating könnte dazu führen, dass die Wahrscheinlichkeit eines Ratingdowngrades steigt. Durch die Wahl eines realistischen Zielratings kann ein Puffer für mögliche Abkühlungsphasen der Märkte geschaffen werden.

5.3.2 Ratingprozesse

Die mit der Transaktion verbundenen Konsequenzen für die finanziellen Kennziffern der RemainCo und der NewCo sind im Hinblick auf die von den beiden Managements definierten Zielratings in Zusammenarbeit mit Ratingagenturen zu evaluieren. Das Ziel hierbei ist es, seitens der beauftragten Ratingagenturen eine belastbare Aussage zu erhalten, wie sich aus ihrer Sicht die Transaktion auf die Ratings der RemainCo und NewCo niederschlägt und wie bei gegebenem Geschäftsrisiko die Zielkapitalstrukturen ausgestaltet werden müssen, um die von den Managements im Vorfeld anvisierten Zielratings zu erreichen. *Aus den Ergebnissen der Evaluierungen sind durch das Management die endgültigen Zielkapitalstrukturen (nämlich NewCo und RemainCo) zu definieren und die notwendigen Implementierungsschritte zu ihrer Erreichung abzuleiten.* Daher werden diese Prozesse in der Regel zeitnah nach der Bekanntmachung der Konzernaufteilung durchgeführt. Von den vorliegenden Transaktionen wurden diese Prozesse in zwei Spin-Offs (SO A und SO B) durchgeführt.

Die zentrale Aufgabe für ein Management zur Vorbereitung der Evaluationsprozesse besteht in der Vor- und Aufbereitung der von den Ratingagenturen benötigten (nicht-)finanziellen Informationen. Ein Zielkonflikt besteht insofern, als das Management auf der einen Seite möglichst früh in der Transaktion Exekutionssicherheit benötigt, inwiefern und unter Durchführung welcher (Kapital-)Maßnahmen das anvisierte Zielrating erreicht werden kann. Ist bis zum Termin der beschließenden Hauptversammlung eine Finanzierungsstrategie implementiert, kann dies ein positives Signal für die Anteilseigner sein. Dazu kommt insbesondere bei ECOs terminlicher Druck durch Managementvorgaben, die Transaktion in bestimmten Börsenfenstern durchzuführen. Dementsprechend ist eine möglichst früh gelagerte Bonitätseinschätzung durch die Ratingagenturen wünschenswert. Auf der anderen Seite bedingt dies, dass die Rating-

agenturen durch das Management in kurzer Zeit mit belastbaren Informationen zu versorgen sind. Dies wird besonders erschwert, wenn die rechtliche Separierung von NewCo und RemainCo noch nicht abgeschlossen ist. Vor dem Hintergrund dieses Zielkonflikts und der Tatsache, dass die erstmalige Stand-Alone-Bewertung einem „Erstrating für beide Gesellschaften“ gleichzusetzen ist, nahmen die befragten Experten aus dem Finanzbereich diese Aufgabenfelder als sehr herausfordernd wahr.

Zu den wesentlichen Rechenwerken, die für die Quantifizierung des Einflusses der Aufteilung auf die Bonität der beteiligten Unternehmen essentiell sind, zählen die historischen (Carve-Out)-Abschlüsse sowie die kombinierten Finanzinformationen (Combined Financial Statements), wie uns die befragten Experten aus SO B erläutern. Carve-Out-Abschlüsse werden für Segmente erstellt, die im bisherigen Konzernverbund keine rechtlich eigenständige Einheit abgebildet haben.¹² Combined Financial Statements sind „historische Finanzinformationen von ausschließlich rechtlich selbstständigen Einheiten/Gesellschaften, die allerdings nicht von einer Muttergesellschaft i. S. d. IFRS 3 oder ASC 805 beherrscht werden“ (Geisler und Winterling 2016: 149). Diese Rechenwerke enthalten in der Regel die Gewinn- und Verlustrechnung, die Bilanz und die Cash-flow-Rechnung und werden für die letzten drei Jahre vor dem Termin der Aufteilung aufgestellt (vgl. Brauer et al. 2019: 305). Sie erfüllen einerseits den Zweck, die abzugebenden Unternehmensteile historisch als fiktive und unabhängige rechtliche Einheit finanziell abzubilden und dienen andererseits als Ausgangsbasis für den Business-Plan, der für die jeweiligen Unternehmensteile in der Regel ebenfalls für drei Jahre aufgestellt wird und gemäß den Experten den Ratingagenturen ebenfalls als Informationsquelle dient (vgl. Brauer et al. 2019: 300).

Die im ersten Absatz des Kapitels erläuterte Problematik des frühzeitigen Informationsbedarfs der Ratingagenturen wird im Folgenden am Beispiel zweier SOs illustriert. In SO B wurden die Evaluationsprozesse vier Monate nach der Bekanntmachung der Aufteilung terminiert, jedoch konnten die historischen Abschlüsse in einer vom Wirtschaftsprüfer testierten Form erst fünf Monate nach den Evaluationsprozessen vorgelegt werden. Aufgrund des engen Zeitplans zur Durchführung der Transaktion wurden die jeweiligen Business-Pläne für die RemainCo und die NewCo gleichzeitig mit einer „geplanten“ Historie erstellt. Aus diesem Finanzmodell hat das Management wiederum die historischen Abschlüsse simuliert. „Normalerweise setzt man ein Finanzmodell auf eine bestehende Historie auf. Diese Historie mussten wir uns hier aber erst einmal schaffen, weil es für die beiden Konzerne keine separate Historie gab und der Zeitplan so eng war, dass die Planung sowie die historischen Abschlüsse quasi parallel entstehen mussten“ erläutert der Experte. Nach der Aufstellung der historischen pro-forma Abschlüsse sowie der Business-Pläne konnten die Rechenwerke genutzt werden, um die mögliche Beurteilung der Ratingagenturen zu antizipieren. In diesem Arbeitsschritt ging es zunächst darum, die „weichen Faktoren“ (Internationalität des Portfolios, Zyklizität etc.) der Rating-Methodik nachzuvollziehen. Nachdem dieses Verständnis

¹² Die rechtlichen Anforderungen zur Erstellung von Carve-Out Abschlüssen und Combined Financial Statements ergeben sich aus Artikel 4a der EU-Verordnung (EG) 809/2004, der durch die EU-Verordnung (EG) 211/2007 ergänzt wurde (vgl. z. B. Geisler und Winterling 2016).

geschaffen wurde, konnten die Zielkorridore der harten Faktoren (KPI) abgeleitet und den „simulierten historischen und erwarteten Planzahlen“ gegenübergestellt werden, sodass letztendlich die Zielkapitalstruktur abgeleitet werden konnte. Mit seiner Einschätzung lag das Management laut dem Experten auch sehr nah an den Einschätzungen der Ratingagenturen, sodass die Zielkapitalstruktur im Verlauf der Transaktion nur noch marginal zu adjustieren war. Als vorteilhaft erwies sich in dem konkreten Fall *die personelle Bündelung* der Verantwortung für die Erstellung des Finanzmodells mitsamt Erstellung des Business-Plans sowie die Erstellung der historischen Abschlüsse, berichtet der Experte. Außerdem wurde der für die Prüfung der historischen Abschlüsse beauftragte Wirtschaftsprüfer in die Erstellung des Finanzmodells einbezogen, um ihn frühzeitig von den historischen Abschlüssen zu überzeugen.

Neben dem zeitlichen Aspekt wird die Aufstellung der Rechenwerke erschwert, wenn die Konzerneinheiten rechtlich und wirtschaftlich noch nicht separiert wurden. Insofern besteht für das Management eine schwierige Aufgabe darin, bestehende Leistungsbeziehungen zwischen den Gesellschaften der RemainCo und denen der NewCo zu reklassifizieren (vgl. Kapitel 5.2). In SO A lagen zu dem Zeitpunkt der Bekanntmachung zwar schon die von den Managements anvisierten Zielratings vor, jedoch war das Management zu dem Zeitpunkt in Bezug auf unter Ratinggesichtspunkten wesentliche Bilanzpositionen noch nicht sprechfähig. Zudem waren die Marktpreise einer wichtigen Bezugsgröße der NewCo im Vorbereitungszeitraum der Transaktion einer hohen Volatilität unterworfen, wodurch das Zielrating eine zeitvariante Größe darstellte. Daher wurde das anvisierte Rating seitens einer Ratingagentur mit einem Credit-Watch versehen. „Wir konnten nur unser Ziel ausgeben und den Prozess definieren, um dieses zu erreichen. Ansonsten wurde uns das notwendige Vertrauen von den Ratingagenturen entgegengebracht, da wir deutlich machen konnten, dass wir uns den Ratingzielen verpflichten und wir bereit waren, die erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen.“

Generell bestätigten die Beteiligten an SO A und SO B, *dass eine explizite (nicht rechtsverbindliche) Verpflichtung durch das Management*, alle möglichen Schritte zur Erreichung des Zielratings zu unternehmen, Ausgangspunkt war, um eine Vertrauensbasis zwischen den Managements und den beteiligten Ratingagenturen zu schaffen. Damit nehme sich das Unternehmen auch selbst in die Pflicht, „das zu liefern, was auch versprochen wurde“, erläutert ein Experte. Im Dialog mit Ratingagenturen spiele auch persönliches Vertrauen eine Rolle, weswegen die Kontinuität der handelnden Personen wichtig sei, teilen mehrere Experten mit.

5.4 Definition und Implementierung der Zielkapitalstruktur

Wie zu Beginn von Kapitel 5 erwähnt, hat die Wahl der Desinvestitionsmethodik Konsequenzen für Managemententscheidungen im Verlauf der Vorbereitungsprozesse von Konzernaufteilungen. Im Folgenden wird dies anhand der Definition der Zielkapitalstruktur veranschaulicht.

5.4.1 Einfluss der Transaktionsart auf die Determinierung der Zielkapitalstruktur

Das jeweils gegebene Geschäftsrisiko und das anvisierte Zielrating bilden die *Leitplanken für die Zielkapitalstruktur* der aus der Transaktion erwachsenen Unternehmen: „Wenn ich ein bestimmtes Rating erreichen möchte und das Geschäftsprofil eingeschätzt worden ist, ist die Zielkapitalstruktur eine mathematische Zielwertsuche“, erläutert ein Befragter. Spätestens im Rahmen der gemeinsamen Evaluation mit den Ratingagenturen kristallisiert sich heraus, wie sich die Verschuldungskapazitäten der beiden Stand-Alone-Einheiten im Vergleich zum vorherigen Konzern entwickeln könnten. Wenngleich die Evaluations-Prozesse zum Teil auf vorläufigen Rechenwerken und Prognosen basieren, bestätigen die Befragten, dass keine wesentlichen Änderungen mehr an der Zielkapitalstruktur vorgenommen wurden, es sei denn, die Transaktionsstruktur wurde durch für das Management nicht zu antizipierende, exogene Einflussfaktoren – etwa in Form von veränderten Gesetzgebungen in stark regulierten Industriezweigen – beeinträchtigt.

Die in Kapitel 5.3.1 schon thematisierte Reduzierung von Verschuldungskapazität ist insbesondere bei industrieübergreifenden SOs zu beobachten, da damit einerseits ein relativ hoher Diversifikationsverlust verbunden ist und andererseits im Gegensatz zu einem ECO unmittelbar keine Liquidität generiert wird (vgl. Lewellen 1971; Dittmar 2004: 18). Dagegen stellen die bei einem ECO vereinnahmten Veräußerungserlöse aus dem IPO für die Verschuldungskapazität der RemainCo einen *signifikanten Einflussfaktor und für das Management ein Steuerungsinstrument für die Zielkapitalstruktur* dar, wenngleich sie der Höhe nach unsicher sind. Am Beispiel von ECO B kann gezeigt werden, dass ein ECO zumindest auf Ebene der RemainCo sogar kurzfristig zu einer Steigerung der Verschuldungskapazität führen kann. Der betreffende ECO wurde durch ein *primary offering* realisiert, und die IPO-Erlöse wurden durch die NewCo an die RemainCo transferiert, um einen Teil der zuvor aufgesetzten Intercompany Loans zurückzuführen (Vgl. Kapitel 5.4.2). Bei der Planung der Zielkapitalstruktur wurde durch das Management der im Folgenden erläuterte Sachverhalt angenommen:

Die RemainCo partizipiert durch die Herauslösung der Konzerneinheit nicht mehr vollumfänglich an den erwarteten Cashflows der NewCo, erhält jedoch als Ausgleich für die entgangenen Cashflows die IPO-Erlöse, die den auf den IPO-Termin diskontierten Barwert der entgangenen zukünftigen Cashflows der NewCo abbilden. Die Erlöse werden durch die RemainCo genutzt, um eigene Verbindlichkeiten abzutragen. Bis hierhin würden sich die Beträge der durch die Herauslösung der NewCo entgangenen Cashflows und der vereinnahmten Erlöse, die zur Reduktion der Verbindlichkeiten der RemainCo genutzt wurden, (theoretisch) exakt ausgleichen. Die Ratingagenturen legen bei den Bonitätsbeurteilungen jedoch einen relativ kurzfristigen Business-Plan (von drei Jahren) zu Grunde. Insofern wird der Terminal Value der in den späteren Jahren entgangenen Cashflows im Rating nicht einberechnet, in den von Investoren gezahlten Kaufpreisen jedoch widerspiegelt. Wird nun vereinfachend angenommen, dass sich die Verschuldungskapazität aus dem Quotienten Cashflow/Verschuldung ergibt, wird klar, dass sich der Zähler des Quotienten um einen geringeren Betrag vermindert als der Nenner. Inso-

fern wirken die *Einnahmen kurzfristig wie eine Erhöhung der Verschuldungskapazität* auf Ebene der RemainCo, vorausgesetzt, dass sie für die Rückführung eigener Verbindlichkeiten verwendet werden.

Neben diesem Aspekt beeinflusst der gewählte Transaktionstyp auch die Wahrscheinlichkeit, dass bei der Diskussion über die Zielkapitalstruktur beider Unternehmenseinheiten Interessenskonflikte zwischen den Managementteams entstehen. Da im Rahmen eines One-Step-SO keine Veräußerungserlöse generiert werden, hat das Management der RemainCo einen höheren Anreiz, die durch Zielrating determinierte Verschuldungskapazität der NewCo auszuschöpfen. Das zeigt etwa die Studie von Parrino (1997) am Beispiel der Aufteilung des Marriott-Konzerns. Hier plante das Management der RemainCo ursprünglich, im Rahmen eines SO eine hohe Verschuldung auf einen Unternehmensteil zu übertragen, um die finanzielle Flexibilität des anderen Unternehmensteils zu erhöhen.¹³ Bei einem ECO lösen sich dieser Anreiz und so auch mögliche Interessenskonflikte zwischen den Managementteams jedoch auf, da potenzielle Aktionäre die Verschuldung der NewCo einpreisen und die IPO-Erlöse entsprechend geringer ausfallen würden. Mit der Ausreizung der Verschuldungskapazität einer Unternehmenseinheit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass *Interessenskonflikte* zwischen den Managements der NewCo und der RemainCo entstehen, da das Management der NewCo daran interessiert sein dürfte, einen gewissen Puffer bis zur aus Ratingperspektive maximalen Verschuldungskapazität zu haben, um die eigene finanzielle Flexibilität zu bewahren. In einem betrachteten SO beeinflusste dieser Interessenskonflikt die Erstellung der Businesspläne der NewCo, die seitens der Ratingagenturen für die Bonitätseinschätzungen herangezogen wurden. Hier bestand für das Management der NewCo der Anreiz, die Business-Pläne bewusst pessimistisch zu gestalten, damit die Verschuldungskapazität geringer eingeschätzt wird und letztlich weniger Schulden transferiert werden können. Dieser Zielkonflikt wird im Rahmen eines ECO zumindest partiell aufgelöst, da beide Managementteams daran interessiert sind, die Business-Pläne des IPO-Objekt möglichst optimistisch zu gestalten, um den Veräußerungserlös positiv zu beeinflussen. Dies könnte zusätzlich durch Incentive-Strukturen gefördert werden, etwa wenn die Vergütung des Managements der NewCo an der Bewertung des IPO-Objektes ausgerichtet wird. Möglicherweise könnte in diesem Zusammenhang ein Erklärungsansatz liegen, warum ECO-Unternehmen durchschnittlich weniger häufig eine langfristige Outperformance generieren als SO-Unternehmen (vgl. Rüdüsüli 2005: 80). Unter der Annahme, dass das Management der NewCo gegenüber dem Management der RemainCo seinen bewusst pessimistisch modellierten Business-Plan im Rahmen eines SO durchsetzt, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die prognostizierten Ergebnisse in den Folgeperioden übertroffen werden. Das würde bei den Aktionären dazu führen, dass die anfänglich geringe Erwartungshaltung an die Performance der NewCo ebenfalls übertroffen wird, was sich in positiven Kursreaktionen widerspiegeln könnte. Im Falle eines ECO haben beide Managementteams hingegen keine Anreize, den Business-Plan bewusst pessimistisch zu gestalten. Im Gegenteil könnten

¹³ Dort sollte der Großteil der Finanzverbindlichkeiten in der RemainCo verbleiben, während das Geschäft mit stabilen Cashflows abgespalten werden sollte. Die Gläubiger gingen jedoch gegen die ursprüngliche Transaktionsstruktur durch Sammelklagen vor. So wurde das Management dazu gezwungen, die Transaktionsstruktur zu Gunsten der Anleihehaber zu verändern (vgl. dazu Parrino 1997: 250ff).

sie – verstärkt durch Anreizstrukturen – eher daran interessiert sein, die Business-Pläne bewusst optimistisch zu gestalten, um den Emissionspreis positiv zu beeinflussen. In diesem Fall würde im Vergleich zu einem SO c. p. die Wahrscheinlichkeit steigen, diese Planung und damit auch die Erwartungen der Investoren nicht zu erfüllen, was entsprechende negative Kursreaktionen auslösen würde (Underperformance).

5.4.2 Implementierung der Zielkapitalstruktur

Nachdem der Prozess der Entscheidungsfindung im Hinblick auf das Zielrating und die Zielkapitalstruktur beleuchtet wurde, werden im Folgenden unterschiedliche Schritte zur Implementierung der Zielkapitalstruktur beschrieben. Vorab sei darauf hingewiesen, dass die Determinierung der Zielkapitalstruktur nicht – wie in den Kapiteln 3 und 5.4.1 schematisch dargestellt – statisch ist, sondern in der Regel einen über die Zeit hinweg dynamischen Prozess bildet. Die finale Entscheidung zur Zielkapitalstruktur kann bspw. bewusst erst spät in der Transaktionsvorbereitung getroffen werden, um mehrfache Anpassungen im Vorbereitungsprozess zu vermeiden. Des Weiteren sind kurz vor dem Transaktionsdatum noch graduelle Anpassungen möglich, wie etwa die Bestimmung der Höhe der Liquiditätsausstattung der beteiligten Unternehmen. Jedoch bestätigt die Mehrheit der Experten, dass die Zielkapitalstruktur im Wesentlichen nicht mehr angepasst wird, nachdem sie vom Management festgelegt wurde.

Drei wesentliche Themenfelder stehen in den nachfolgenden Erläuterungen zu der Etablierung der Zielkapitalstrukturen für die RemainCo und die NewCo im Fokus. Erstens wird aufgezeigt, wie im Rahmen eines ECO und eines *Two-Step-SO* (potenzielle) Veräußerungserlöse als Steuerungsinstrument der Zielkapitalstruktur eingesetzt werden können. Zweitens werden verschiedene Maßnahmen zur Reallokation bestehender Finanzverbindlichkeiten beschrieben, die die Konzerne im Rahmen der betrachteten Transaktionen durchführten. Drittens wird beschrieben, in welcher Form externe Finanzierungsstrukturen der NewCos etabliert werden. Dies geschieht in der Regel, wenn keine längerfristige Mehrheitsbeteiligung von der RemainCo an der NewCo gehalten wird.

Veräußerungserlöse als Steuerungsinstrument der Zielkapitalstruktur

Bei einem ECO oder einem *Two-Step-SO* ist zunächst über die Verwendung der Erlöse aus dem Verkauf von Anteilen an der NewCo zu entscheiden. Wie in Kapitel 5.4.1 schon beschrieben, stehen dem Management die im Rahmen eines ECO generierten Veräußerungserlöse als Steuerungsinstrument der Zielkapitalstruktur der RemainCo zur Verfügung, da sie bspw. zur Rückführung von Verbindlichkeiten genutzt werden können. Neben der Preissetzung der Aktie stellt auch das vom Management angewendete *Platzierungsverfahren* einen Einflussfaktor für die Kapitalstruktur dar. In ECO B evaluierte das Management verschiedene Platzierungsverfahren auch im Hinblick auf die Wirkung der IPO-Erlöse auf die Zielkapitalstruktur. Man entschied sich letztendlich für ein *fixed volume offer*, mit dem die Bruttoerlöse sicherer prognostiziert werden können. Im Gegensatz dazu kann mit einem *fixed amount of shares* zwar der Anteil prognostiziert werden, den die RemainCo nach dem IPO an der NewCo hält,

jedoch nicht die Summe der IPO-Einnahmen. Insofern kann mit einem *fixed volume offer* eine „*Volatilität in der Zielkapitalstruktur*“ vermieden werden, so der Experte.

Im Rahmen eines *Two-Step-SO* werden die von der RemainCo gehaltenen Anteile an der NewCo nicht unmittelbar beim Börsengang, sondern zeitlich nachgelagert veräußert. Insofern hängt die Frage, ob und in welcher Höhe sie dennoch in das Rating und damit in die Planung der Zielkapitalstruktur der RemainCo einbezogen werden können, von der Risikoeinschätzung der beteiligten Ratingagenturen ab. Mindestvoraussetzung hierfür ist eine vom Management glaubhaft kommunizierte *Veräußerungsabsicht der Anteile*, berichten die Beteiligten an SO A und SO C. Aber selbst, wenn diese gegeben ist, gehen die Ratingagenturen im Hinblick auf die Anerkennung im Rating unterschiedlich vor, wie das Beispiel von SO C illustriert, bei dem zwei Ratingagenturen einbezogen waren:

Eine der Ratingagenturen zeigte sich „kulant“ und berücksichtigte aufgrund der vom Management der RemainCo kommunizierten Verkaufserwägung die potenziellen Veräußerungserlöse in der Bonitätseinschätzung. Die andere beteiligte Ratingagentur zeigte sich hingegen aufgrund der fehlenden Realisierung des Erlöses sowie der unsicheren Höhe des Veräußerungswertes zurückhaltender in der Bewertung. Insofern lässt sich festhalten, dass selbst bei einer durch das Management kommunizierten Veräußerungsabsicht potenzielle Veräußerungserlöse nicht zwingend durch die Ratingagenturen anerkannt werden. Um zusätzliche Transaktionssicherheit für die Implementierung der Zielkapitalstruktur zu haben, ist eine frühe Einschätzung der Ratingagenturen und damit eine frühe Kommunikation einer etwaig bestehenden Verkaufsabsicht erstrebenswert.

Maßnahmen zur Verschuldungsreallokation

Einen weiteren Baustein bei der Implementierung der Zielkapitalstruktur stellt die Reallokation der bestehenden (Finanz-)Verbindlichkeiten des Konzerns zwischen der RemainCo und der NewCo dar. In der bisherigen Literatur wurde lediglich das Verhalten von US-Unternehmen in SOs im Hinblick auf die durchgeführten Maßnahmen zur Verschuldungsreallokation durch Dittmar (2004) untersucht. Demnach transferierten von 90 untersuchten Spin-Offs in 60% der Transaktionen die RemainCos einen Teil der im Konzern bestehenden Verschuldung auf die NewCos. In ca. 36% der Transaktionen emittierten die NewCos vor der Aufteilung eigene Fremdkapitaltitel und transferierten die Einnahmen dann in Form einer Sonderdividende an die jeweilige RemainCo; 11% der Unternehmen nutzten beide Maßnahmen. Eine weitere, bei US-Unternehmen mit ca. 21% jedoch weniger verbreitete Möglichkeit besteht darin, dass die NewCo mit Intercompany-Loans ausgestattet wird und diese nach dem SO mit extern aufgenommenem Fremdkapital refinanziert (vgl. Dittmar 2004: 15).

In der Mehrheit der von uns betrachteten Transaktionen entschied das jeweilige Management, die bestehenden Finanzverbindlichkeiten des Konzerns vollumfänglich einem Unternehmensteil zuzuordnen. In SO B und SO C wurden bestehende Finanzverbindlichkeiten in Form von der RemainCo emittierter Anleihen gemäß dem UmwG zwischen RemainCo und NewCo transferiert oder ein solcher Transfer als Möglichkeit

angedacht. Wenn das Vermögen eines übertragenden Rechtsträgers – wie in Kapitel 2 beschrieben – im Wege einer Abspaltung nach § 123 Abs. 2 UmwG auf einen übernehmenden Rechtsträger transferiert wird, führt dies zu einer Gesamtrechtsnachfolge, was in der Konsequenz für die Schuldenrestrukturierung bedeutet, dass ausstehende Finanzverbindlichkeiten ohne die Zustimmung der Gläubiger auf einen anderen Rechtsträger übertragen werden können. Damit steht laut den Befragten ein *relativ simples und kostengünstiges Instrument zur Schuldenrestrukturierung* zur Verfügung. Bei diesem Vorgehen greift jedoch das Prinzip der gesetzlichen Nachhaftung. Gem. § 133 Abs. 1 und 3 UmwG werden Verbindlichkeiten, die vor einer Spaltung begründet wurden, einem aus der Spaltung hervorgehenden Rechtsträger zugewiesen. Derjenige Rechtsträger, dem die Verbindlichkeiten nicht zugewiesen wurden, haftet nach diesem Prinzip für diese Verbindlichkeiten für einen Zeitraum von fünf Jahren bzw. zehn Jahren, wenn es sich bei den Verbindlichkeiten um Pensionsverpflichtungen handelt. Die Übertragung von Finanzverbindlichkeiten auf Basis des UmwG eignet sich damit nicht, wenn seitens des Managements gewünscht ist, die gegenseitige Nachhaftung nach der Durchführung einer Aufteilung zu vermeiden. Außerdem löst das Prinzip der gesetzlichen Nachhaftung einen hohen Erklärungsbedarf gegenüber Gläubigern und Banken aus, wie ein Experte berichtet: „Ich war erstaunt, dass die Regelungen bei so wenigen ausländischen Investoren und Bankern bekannt sind, da die Gesetze eigentlich auf europäischen Regelungen fußen. Die Struktur der Nachhaftung und des Umwandlungsgesetzes musste ich daher sehr oft erläutern. Es war lange Zeit die Rede davon, wir würden eine Garantie ausstellen. Dann kamen häufig die Anfragen, selbst wenn es eine gesetzliche Nachhaftung gibt, zusätzlich eine Garantie auszustellen. Wir konnten nur sagen, wir gehen die Verbindlichkeiten für das zukünftige Schwesterunternehmen ein, solange es sich auf eine gesetzliche Grundlage bezieht, aber wir können nicht aktiv eine Verbindlichkeit neu schaffen, auch wenn es materiell die Gleiche ist“.

Das Management hat zu beachten, dass die rechtlichen Möglichkeiten zum Transfer bestehender Finanzverbindlichkeiten zudem durch explizite Regelungen in Form bestimmter *Kreditklauseln eingeschränkt* werden können (vgl. Dittmar 2004: 15). In SO B enthielten etwa syndizierte Kredite der RemainCo eine *Asset Disposal Clause*, die die Weiterveräußerung bestimmter Vermögenswerte der RemainCo ohne die Zustimmung der Gläubiger ausschloss. Daher mussten mit den beteiligten Banken vertragliche Anpassungen verhandelt werden. Da diese Verhandlungen nicht vor der Bekanntgabe stattfinden konnten, sondern parallel zu den weiteren Vorbereitungen der Transaktion geführt wurden, war es für die Exekutionssicherheit laut dem Experten wichtig, von den Banken frühzeitig *Soft Commitments* zu erhalten, die NewCo weiterhin zu unterstützen und die vertraglichen Anpassungen vor der Hauptversammlung zu fixieren.

In zwei weiteren Transaktionen (SO A und ECO B) wurden die NewCos jeweils mit Intercompany Loans (ICL) ausgestattet. Diese bildeten eine Brückenfinanzierung, die im Anschluss an den SO durch extern aufgenommenes Fremdkapital refinanziert wurde, sodass hierfür die Nachhaftung vermieden werden konnte.

Neues Finanzierungskonzept

Ein selbstständiges Finanzierungskonzept für die NewCo wurde im Zusammenhang mit Transaktionen erarbeitet, in denen keine langfristige Beteiligung der RemainCo an der NewCo vorgesehen war und die NewCo finanziell verselbstständigt wurde. Da damit verbundene Tätigkeiten unter Einbezug externer Beteiligter, wie z. B. Rechtsanwälte und Banken stattfinden, können sie erst nach der Bekanntmachung der Transaktion aufgenommen werden. Gleichzeitig ergibt sich für die Erarbeitung und die Implementierung eines Finanzierungskonzepts wiederum ein enger Zeitraum, da das Management bestrebt sein sollte, dieses zum Zeitpunkt der beschließenden Hauptversammlung fertiggestellt zu haben. Das von einem Experten bezeichnete „Rahmenwerk“ für den neuen Konzern stellten im Falle eines SO der Spaltungsbericht sowie die Einladung zur beschließenden Hauptversammlung dar. Erst wenn dieses Rahmenwerk vorliege, könne das Management die Banken bitten, eine Finanzierung bereit zu stellen. Dann besteht aber nach wie vor ein „technisches“ Problem, da die beteiligten Banken einen Kreditvertrag für ein Unternehmen unterschreiben sollen, das streng genommen noch nicht existiert. In SO A wurde den Banken dafür ein Pro-Forma Abschluss der NewCo vorgelegt. „Diesen Ablauf hinzubekommen und erst einmal die Datenbasis herzustellen und das auch noch in Einklang zu bringen mit der externen Kommunikationslinie war eine große Herausforderung“ schildert ein Experte.

Refinanziert wurden die ICL beim ECO B einerseits durch die Einnahmen aus dem IPO und andererseits durch die Emission von Anleihen. Zusätzlich wurde eine Term-Loan-Facility eingerichtet, falls die Begebung der Anleihen nicht oder nur verspätet hätte durchgeführt werden können. Die zur Seite gestellte Fazilität bezeichnet der involvierte Experte als „letzte Überlebenslinie“. Im SO A hatte die Einrichtung der Brückenfinanzierung sowie ihre Refinanzierung durch extern bereit gestellte Kreditlinien einen strategischen Hintergrund. Da die vereinbarten Kreditlinien erst mit dem Eintrag der NewCo in das Handelsregister und damit mit dem Wirksamwerden der Abspaltung gültig wurden, vermied das Management eine Nachhaftung der RemainCo für die Schulden der NewCo, da § 133 Abs. 1 und 3 UmwG nur für Verbindlichkeiten gilt, die vor Wirksamwerden der Abspaltung begründet wurden.¹⁴ Daher ist die Frage aufzuwerfen, ob die Begebung von Fremdkapitalinstrumenten durch die NewCo vor dem Wirksamwerden eines SO in Europa und in Deutschland eine ähnlich weit verbreitete Maßnahme zur Schuldenrestrukturierung darstellt wie in den USA.

Bei der Entwicklung der externen Finanzierungsstruktur ergeben sich des Weiteren unterschiedliche Anforderungen zwischen einem SO und einem ECO. Dies kann am Beispiel des ECO B veranschaulicht werden, in dem das Management im Hinblick auf die Transaktionsstruktur den schon beschriebenen „Dual Track“ verfolgte. Als die beteiligten Banken etwa ein halbes Jahr vor dem IPO Angebote über die Vergabe von Kreditlinien und deren Ausgestaltung abgaben, über die im Anschluss verhandelt wurde, trat die differenzierte Sichtweise der Banken auf die beiden Exit-Optionen

¹⁴ De jure wurde damit aber noch nicht die vom Management anvisierte vollständige finanzielle Separierung der beiden Unternehmen erreicht, da nach wie vor eine Nachhaftung der NewCo für die Schulden der RemainCo bestand. Diese wurde vom Management jedoch de facto ausgeschlossen, da die NewCo über eine geringere Bonität verfügte als die RemainCo.

zu Tage. Auf der einen Seite gab es hinsichtlich der IPO-Dokumentation wenig Nachfragen seitens der Banken. Auf der anderen Seite gingen für die SO-Dokumentation viele Forderungen ein, eine Bank erklärte sich sogar nur im IPO-Case bereit, eine Finanzierung darzustellen, nicht aber für das SO-Szenario. „Ein großes Thema stellten Financial Covenants dar, die aus Perspektive des Unternehmens vermieden werden sollen. Da die Banken sich jedoch gerne via Financial Covenants absichern möchten, waren die Diskussionen rund um die Spin-Off-Dokumentationen langwierig“ erläutert ein Experte.

6 Schlussbetrachtung

Im vorliegenden Beitrag wurden im Rahmen einer vergleichenden Fallstudie wesentliche Prozessschritte beleuchtet, die der Finanzbereich eines Konzerns in einer Konzernaufteilung durchzuführen hat. In dieser Schlussbetrachtung werden nunmehr zunächst Handlungsempfehlungen formuliert, die aufgrund der aufgedeckten Problemfelder in zukünftigen Transaktionen berücksichtigt werden sollten. Ferner werden aus den Erkenntnissen des Beitrags Forschungsfragen abgeleitet, die im Rahmen von größer angelegten empirischen Studien untersucht werden können.

6.1 Handlungsempfehlungen

Aus den Untersuchungsergebnissen leitet der Arbeitskreis folgende Handlungsempfehlungen ab:

1. Bei der Entscheidung zwischen ECO und SO sollte das Management drei wesentliche Kriterien einbeziehen: Erstens ist der Liquiditätsbedarf der RemainCo zu definieren. Dabei ist zweitens darauf zu achten, dass die Wahrscheinlichkeit für die tatsächliche Realisation des avisierten Emissionserlöses durch einen ECO maßgeblich durch die „Qualität“ der NewCo determiniert wird. Nur bei ausreichender Qualität kann durch eine entsprechende Attraktivität für Eigenkapitalinvestoren der Absatz der neuen Anteile gesichert werden. Daher sollten unternehmensspezifische Faktoren wie bspw. die Zyklizität und das Wachstumspotential der potenziellen NewCo besonders sorgfältig analysiert werden. Drittens sollte das Management im Vorfeld entscheiden, ob die Unternehmensteile vollständig separiert werden oder über gegenseitige Beteiligungsverhältnisse miteinander verbunden bleiben sollen.
2. Das Management sollte berücksichtigen, dass die gewählte Desinvestitionsmethodik weitreichende Konsequenzen für die Möglichkeiten der Steuerung der Zielkapitalstruktur, die Wahrscheinlichkeit des Auftretens von Interessenskonflikten bei der Ressourcenallokation, die Anforderungen der Banken bei den Verhandlungen über eine externe Finanzierungsstruktur sowie die mittel- bis langfristige Kapitalmarktperformance der involvierten Unternehmensteile hat.

3. Das Risikoprofil der jeweiligen Unternehmensteile setzt den Rahmen für das Zielrating. Klaffen die Risikoprofile weit auseinander, ist mit großem Diskussionspotenzial zwischen den Managementteams zu rechnen. Darum ist frühzeitig und eindeutig über die Aufteilung der (Kapital-)Ressourcen auf die Unternehmensteile zu entscheiden.
4. Um Exekutionssicherheit zu erhalten, sollte das Management frühzeitig damit beginnen, eine belastbare Informationslage in Form von separaten Abschlüssen, Combined Financial Statements und Business-Plänen zu schaffen und frühestmöglich in die Kommunikation mit Ratingagenturen gehen. Für eine hohe Effizienz könnte eine personelle Bündelung dieser Bereiche von Vorteil sein.
5. Die Möglichkeit, bestehende Finanzverbindlichkeiten ohne die Zustimmung von Gläubigern unter der Übernahme der Nachhaftung auf die involvierten Unternehmensteile aufzuteilen, ist in Deutschland gesetzlich verankert. Dies kann jedoch erhöhten Kommunikationsbedarf mit den jeweiligen Gläubigern auslösen. Zudem muss das Management hierbei beachten, dass Kreditklauseln diese Möglichkeiten einschränken können.

6.2 Weiterer Forschungsbedarf

Die Beobachtungen in Kapitel 5.4.1 legen nahe, dass gegensätzliche Interessenslagen der Managementteams von RemainCo und NewCo die Vorbereitungsprozesse der Transaktion wesentlich bestimmen können. Zum einen wurde erläutert, inwiefern diese Interessenslagen in Abhängigkeit von der gewählten Desinvestitionsmethodik dazu führen können, insbesondere durch die Gestaltung der Business-Pläne die Erwartungen der Investoren an die Performance der aus der Abspaltung resultierenden Unternehmen zu beeinflussen. Dies könnten künftige Forschungsarbeiten bei der Erörterung der Frage berücksichtigen, warum ECO-Unternehmen in Relation zu SO-Unternehmen weniger häufig langfristige Überrenditen am Aktienmarkt generieren, obwohl ECO-Unternehmen für Investoren tendenziell attraktiver sind (vgl. Frank und Harden 2005: 526). Zum anderen könnte sowohl theoretisch als auch empirisch näher beleuchtet werden, wie die gegensätzlichen Interessenslagen der jeweiligen Managementteams die Festlegung der Zielkapitalstruktur und dementsprechend die Reallokation des existierenden Fremdkapitals beeinflussen. Die Evidenz zum Finanzierungsverhalten insbesondere von SO-Unternehmen ist, wie in Kapitel 2.2 dargestellt, widersprüchlich.

Die Ergebnisse der Fallstudien lassen außerdem vermuten, dass das Management die Zielkapitalstruktur beider Unternehmensteile als Steuerungsinstrument für die Wertmaximierung einsetzt. Insofern könnte der Zusammenhang zwischen der (langfristigen) Wertentwicklung von SO- bzw. ECO-Unternehmen und der Ausgestaltung der (Ziel-)Kapitalstruktur untersucht werden, um den bisherigen empirischen Forschungsstand zu ergänzen. Zum einen wurde gezeigt, dass Unternehmen, die ihre Zielverschuldung überschreiten, höhere implizite bzw. ex-post realisierte Eigenkapitalkosten aufweisen (Ippolito et al., 2011; Zhou et al., 2016). Zum anderen zeigen Studien die Konsequenzen aus dem Unter- und Überschreiten der Zielverschuldung für kurz- und langfristige Aktienkursreaktionen auf Unternehmenskäufe (Uysal, 2011; Ang, Daher und Ismail,

2019). Diese Zusammenhänge wurden anhand der expliziten Analyse von SOs bislang nicht beleuchtet und könnte die bisherige Evidenzlage insofern erweitern, als die Kapitalstrukturen von SO-Unternehmen aus strategischen Managemententscheidungen resultieren und nicht das (zufällige) Ergebnis vergangener unternehmerischer Entscheidungen darstellen (Dittmar, 2004).

Im letzten Teil des Beitrages wurden zudem unterschiedliche Methodiken zur Reallokation bestehender Finanzverbindlichkeiten vorgestellt. Da es für den europäischen Markt keine vergleichbare Studie zu der von Dittmar (2004) gibt, erlauben diese Beobachtungen anhand der Fallbeispiele nur erste Einblicke. Zukünftige Forschungsarbeiten könnten eine aus internationalen Transaktionen zusammengesetzte Stichprobe im Hinblick auf die verwendeten Reallokationsmaßnahmen untersuchen. In Anlehnung an Parrino (1997) könnten in diesem Zusammenhang die Fragen beleuchtet werden, wie Gläubiger auf unterschiedliche Varianten der Schuldenrestrukturierung reagieren und inwiefern länderspezifische Gegebenheiten, wie etwa der Gläubigerschutz, diese Reaktionen beeinflussen. Zudem wurde in Kapitel 5.4.2 der beschränkende Einfluss von Covenants auf die Möglichkeiten des Managements bei der Implementierung der Zielkapitalstruktur gezeigt. Die Messung des Einflusses von Covenants auf die Erreichung der Zielverschuldungsgrade von RemainCo und NewCo im Rahmen von SOs oder ECOs könnte eine weitere Aufgabe für die empirische Kapitalstrukturforschung sein. Mit dem Fokus auf Konzernaufteilungen können die Erkenntnisse von Devos et al. (2017) erweitert werden, dass die Existenz von Covenants die Geschwindigkeit von Kapitalstrukturänderungen signifikant verringert (vgl. Devos et al. 2017: 2).

Literaturverzeichnis

Ahn, S.; D. J. Denis. 2004. Internal capital markets and investment policy: evidence from corporate spinoffs. *Journal of Financial Economics* 71(3): 489-516.

Andreou, P. C., J. A. Doukas, D. Koutsaros, C. Louca. 2019. Valuation effects of overconfident CEOs on corporate diversification and refocusing decisions. *Journal of Banking & Finance* 100: 182-204. [online] <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.01.009>.

Ang, J., M. M. Daher, A. K. Ismail. 2019. How do firms value debt capacity? Evidence from mergers and acquisitions. *Journal of Banking & Finance* 98: 95-107. [online] <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.10.017>.

Anslinger, P., D. Carey, K. Fink, C. Gagnon. 1997. Equity carve-outs: A new spin on the corporate structure. *The McKinsey Quarterly*(1): 165-172.

Arbeitskreis Finanzierung der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. 2003: Börsengänge von Konzerneinheiten - Handlungsempfehlungen des Arbeitskreises „Finanzierung“ auf Basis einer empirischen Untersuchung deutscher Equity-Carve-Outs (1997-2000). *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 55: 515-542.

Bachmann, H. 2008. *Post Merger Integration von Logistikdienstleistern. Konzeptionelle und empirische Analyse branchenspezifischer Integrationskompetenzen*. Dissertation, Universität St. Gallen.

- Berger, P. G., E. Ofek. 1999. Causes and Effects of Corporate Refocusing Programs. *Review of Financial Studies* 12(2): 311-345.
- Berger, P. G., E. Ofek. 1995. Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics* 37(1): 39-65.
- Bock, V. 2019. Steuerliche Gesichtspunkte bei M&A-Transaktionen. In C. Schalast und L. Raettig (Hrsg.), *Grundlagen des M&A-Geschäftes. Strategie - Recht - Steuern*. 2. Aufl., Wiesbaden: 137-169.
- Bogner, A., B. Littig, W. Menz. 2014. *Interviews mit Experten. Eine praxisorientierte Einführung*. Wiesbaden.
- Brauer, M., K. Hollasch, J. Niemyer, M. von Rüden. 2019. Carve-out. In C. Schalast und L. Raettig (Hrsg.), *Grundlagen des M&A-Geschäftes. Strategie - Recht - Steuern*. 2. Aufl., Wiesbaden: 291-318.
- Büschges, G., P. Lütke-Bornefeld. 1977. *Praktische Organisationsforschung*. Reinbek bei Hamburg.
- Cronqvist, H., A. Low, M. Nilsson. 2009. *Persistence in Firm Policies, Firm Origin, and Corporate Culture: Evidence from Corporate Spin-offs*. Research Paper No. 2009-2, Robert Day School of Economics and Finance.
- Deloitte. 2020. 2020 Global Divestiture Survey – Perspectives on sell-side activity and recent divestitures. [online] <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/global-divestment-survey.html>. [10.08.2020].
- DePamphilis, D. 2017. *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities – An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, 9th. ed., London et al.
- Devos, E., S. Rahman, D. Tsang. 2017. Debt covenants and the speed of capital structure adjustment. *Journal of Corporate Finance* 45: 1-18. 2014. [online] <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.04.008>.
- Dittmar, A. 2004. Capital Structure in Corporate Spin-Offs. *The Journal of Business* 77(1): 9-43. [online] <https://doi.org/10.1086/379860>.
- Erdorf, S. T. Hartmann-Wendels, N. Heinrichs, M. Matz. 2013. Corporate diversification and firm value: a survey of recent literature. *Financial Markets and Portfolio Management* 27(2): 187-215.
- Ernst & Young. 2020. Wie sich COVID-19 auf den M&A-Markt auswirkt. [online] https://www.ey.com/de_de/covid-19/wie-sich-covid-19-auf-den-m-a-markt-auswirkt. [10.08.2020].
- Flick, U., I. Steinke. 2005. Was ist qualitative Forschung? Einleitung und Überblick. In U. Flick, E. von Kardorff und I. Steinke (Hrsg.), *Qualitative Forschung. Ein Handbuch*. 4. Aufl., Reinbek bei Hamburg: 13-29.
- Frank, K. E., J. W. Harden. 2001. Corporate Restructurings: A Comparison of Equity Carve-outs and Spin-offs. *Journal of Business Finance and Accounting* 28(3 und 4): 503-529.
- Gaughan, P. A. 2015. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. 6th ed., Hoboken, NJ.

- Geisler, R., G. Winterling. 2016. Bilanzierung von Carve-Out-Transaktionen. Allgemeine Anforderungen und ihre Anwendung in konkreten Praxisfällen. *KoR IFRS Internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung* 16(3): 149-157.
- Gläser, J., G. Laudel. 2010. *Experteninterviews und qualitative Inhaltsanalyse. als Instrumente rekonstruierender Untersuchungen*. Wiesbaden.
- Heider, A. K. 2016. *Unternehmenskultur und Innovationserfolg in Familienunternehmen*. Dissertation, Bergische Universität Wuppertal.
- Hoechle, D., M. Schmid, I. Walter, D. Yermack. 2012. How much of the diversification discount can be explained by poor corporate governance? *Journal of Financial Economics* 103(1): 41-60. [online] <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.025>.
- Huang, S. 2014. Managerial expertise, corporate decisions and firm value. Evidence from corporate refocusing. *Journal of Financial Intermediation* 23(3): 348-375. [online] <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2014.04.003>.
- Ippolito, F., R. Steri, C. Tebaldi. 2011. *The Relative Leverage Premium*. Annual Meetings Paper, Midwest Finance Association.
- John, T. A. 1993. Optimality of Spin-Offs and Allocation of Debt. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28(1): 139-160.
- Kaiser, R. 2014. *Qualitative Experteninterviews. Konzeptionelle Grundlagen und praktische Durchführung*. Wiesbaden.
- Kirchmaier, T. 2003. *The Performance Effects of European Demergers*. Discussion Paper 566, Centre for Economic Performance.
- Klein, C., D. Schiereck, T. Ton. 2018. Die langfristige Wertentwicklung von Equity Carve-outs – Aktuelle empirische Evidenz für Westeuropa. *Die Unternehmung* 72(3): 197–211. [online] <https://doi.org/10.5771/0042-059X-2018-3-197>.
- KPMG. 2020. Dissection public carve-outs – What are the dynamics of a successful transaction? [online] <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/10/dissecting-public-carve-outs.pdf>. [13.08.2020].
- Krishnaswami, S., V. Subramaniam. 1999. Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision. *Journal of Financial Economics* 53(1): 73-112.
- Kubicek, H. 1975. *Empirische Organisationsforschung. Konzeption und Methodik*. Stuttgart.
- Lewellen, W. G. 1971. A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger. *The Journal of Finance* 26(2): 521-537.
- Liang, H.-Y., I.-J. Chen, S.-S. Chen. 2016. Does corporate governance mitigate bank diversification discount? *International Review of Economics & Finance* 45: 129-143. [online] <https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.05.008>.
- Low, A. L. 2002. A Study of Two-Step Spinoffs. *Financial Markets, Institutions & Instruments* 11(4): 337-347.

- Mehrotra, V., W. Mikkelson, M. Partch. 2003. The Design of Financial Policies in Corporate Spin-offs. *Review of Financial Studies* 16(4): 1359-1388. [online] <https://doi.org/10.1093/rfs/hhg027>.
- Michaely, R., W. H. Shaw. 1995. The Choice of Going Public: Spin-offs vs. Carve-outs. *Financial Management* 24(3): 5-21.
- Miles, J. A., Rosenfeld, J. D. 1983. The Effect of Voluntary Spin-off Announcements on Shareholder Wealth. *The Journal of Finance* 38(5): 1597-1606.
- Parrino, R. 1997. Spinoffs and wealth transfers: The Marriot case. *Journal of Financial Economics* 43(2): 241-274.
- Roman, T. 2020. Die Coronakrise wirbelt Contis Zeitplan für den Konzernumbau durcheinander. *Handelsblatt*. [online] <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/zulieferer-die-coronakrise-wirbelt-contis-zeitplan-fuer-den-konzernumbau-durcheinander/25649084.html?ticket=ST-20122-sMWKoiAHcyzPGQQktPD3-ap4>. [26.03.2020].
- Röhl, K.-H. 2018. Unternehmensaufspaltungen - Ökonomische Aspekte eines globalen Trends. *IW-Trends* 45(3).
- Rovetta, B. 2006. Investment Policies and Excess Returns in Corporate Spin-offs. Evidence from the US Market. *Financial Markets and Portfolio Management* 20(3): 287-307. [online] <https://doi.org/10.1007/s11408-006-0021-7>.
- Rüdisüli, R. 2005. *Value Creation of Spin-offs and Carve-outs*. Dissertation, Universität Basel.
- Schipper, K., A. Smith. 1983. Effects of Recontracting on Shareholder Wealth. The Case of Voluntary Spin-offs. *Journal of Financial Economics* 12(4): 437-467.
- Uysal, V. B. 2011. Deviation from the target capital structure and acquisition choices. *Journal of Financial Economics* 102(3): 602-620. [online] <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.11.007>.
- Veld, C., Y. V. Veld-Merkoulova. 2004. Do spin-offs really create value? The European case. *Journal of Banking & Finance* 28(5): 1111-1135. [online] [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(03\)00045-1](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(03)00045-1).
- Veld, C., Y. V. Veld-Merkoulova. 2009. Value creation through spin-offs. A review of the empirical evidence. *International Journal of Management Reviews* 11(4): 407-420. [online] <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2008.00243.x>.
- Vijh, A. M. 1999. Long-term returns from equity carveouts. *Journal of Financial Economics* 51(2): 273-308.
- Yin, R. K. 2013. *Case Study Research and Applications – Design and Methods*. 6th ed., Los Angeles et al.
- Zhou, Q., K. J. K. Tan, R. Faff, Y. Zhu. 2016. Deviation from target capital structure, cost of equity and speed of adjustment. *Journal of Corporate Finance* 39: 99-120. [online] <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.06.002>.