

Nippel, Peter; Mertens, Raphael

Working Paper

Tracking Stocks: Ein Beispiel für Risiken und Nebenwirkungen komplexer Strukturen in der Unternehmensfinanzierung

Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, No. 567

Provided in Cooperation with:

Christian-Albrechts-University of Kiel, Institute of Business Administration

Suggested Citation: Nippel, Peter; Mertens, Raphael (2002) : Tracking Stocks: Ein Beispiel für Risiken und Nebenwirkungen komplexer Strukturen in der Unternehmensfinanzierung, Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, No. 567, Universität Kiel, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/111050>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Tracking Stocks: Ein Beispiel für Risiken und Nebenwirkungen komplexer Strukturen in der Unternehmensfinanzierung[†]

Peter Nippel^{*} und Raphael Mertens^{**}

[†] Für wertvolle Hinweise und Kommentare danken wir Leef Dierks, Eike Houben und Christian Laux. Verbliebene Fehler und Mängel gehen selbstverständlich zu unseren Lasten.

^{*} Prof. Dr. Peter Nippel, Christian-Albrechts-Universität zu Kiel, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Lehrstuhl für Finanzwirtschaft, Olshausenstr. 40, 24098 Kiel, nippel@bwl.uni-kiel.de

^{**} Dipl.-Kfm. Raphael Mertens, Wiss. Mitarbeiter am Lehrstuhl von Prof. Nippel, mertens@bwl.uni-kiel.de

Tracking Stocks: Ein Beispiel für Risiken und Nebenwirkungen komplexer Strukturen in der Unternehmensfinanzierung

Abstract

Wir zeigen am Beispiel von Tracking Stocks Probleme und Fehlanreize auf, für die durch die Wahl einer komplexen Finanzierung Raum geschaffen wird. Derartige Nachteile werden naturgemäß nicht herausgearbeitet, wenn im Rahmen geeigneter Modellüberlegungen eine Erklärung für die Existenz von innovativen und dabei zu meist komplexen Finanzierungsweisen oder –instrumenten angestrebt wird. Eine modelltheoretische Abwägung der Vor- und Nachteile einer Abkehr von einfachen Strukturen in der Finanzierung (wie im Fall der Emission von Tracking Stocks) ist im Allgemeinen nicht möglich. Einer Erklärung von komplexen Finanzierungskonstruktionen allein auf Basis von Effizienzüberlegungen ist damit stets mit Vorsicht zu begegnen. Konkret weisen wir auf die Gefahr von Vermögensumverteilungen und zusätzlichen Wohlfahrtsverlusten hin, die auf die „fiktiven Aufspaltung“ einer Unternehmung bei Emission von Tracking Stocks zurückzuführen sind

1. Einleitung

Jede neuartige Kombination von Elementen der Eigen- und Fremdfinanzierung stellt einen (mehr oder weniger) innovativen Finanzierungstitel dar. Darunter fallen insbesondere hybride Finanzierungsinstrumente wie z.B. Mezzanine-Kapital¹. Außerdem sind solche Innovationen oftmals mit Optionsrechten der Emittenten (z.B. bei Aktienanleihen²) oder der Inhaber (z.B. bei Convertible Preferred Stock³) ausgestattet. Auch unter Einsatz von im Prinzip altbekannten Finanzierungstiteln lassen sich Innovationen bei der Gestaltung der Kapitalstruktur identifizieren. So schafft eine Unternehmung z.B. im Rahmen der Emission sogenannter Tracking Stocks verschiedenartige Eigenkapitalgeberansprüche und –rechte, die nebeneinander bestehen.

Gemeinsam ist derartigen Innovationen in der Unternehmensfinanzierung, dass von einfachen und klaren Strukturen abgewichen wird. Es wird eben nicht nur auf einen einfachen Kredit bzw. einheitliche und direkte Residualansprüche (Eigenkapital) zurückgegriffen. Prinzipiell stellt sich die Frage, ob solche komplexen, innovativen Konstruktionen wie die oben genannten (oder auch andere) vorteilhaft sein können. Diese ist natürlich vor dem

¹ Vgl. Gereth/Schulte, 1992, S. 67 – 105.

² Vgl. Serfling/Pape, 2000, S. 388 – 393.

³ Vgl. Bartlett, 1988, S. 251 ff.

Hintergrund des Irrelevanztheorems der Finanzierung nach Modigliani/Miller (1958) zu beantworten. Jenes Theorem erstreckt sich auch auf die Beurteilung von Innovationen in der Finanzierung von Unternehmen. Es kann gezeigt werden, dass unter idealen Bedingungen, bei vollkommenen Märkten, auch durch die Wahl von noch so komplexen Vertragskonstruktionen und Finanzierungsweisen der Marktwert der Unternehmung und der Nutzen der Kapitalgeber nicht gesteigert werden kann.⁴ Dementsprechend basieren auch alle ernst zu nehmenden Erklärungen von besonderen Aspekten der Finanzierung (wie z.B. auch innovativen Instrumenten oder Finanzierungspolitiken) auf Überlegungen, in die explizit oder zumindest implizit Marktunvollkommenheiten oder finanzierungsabhängige Steuern einfließen. So wird in der neueren Finanzierungstheorie insbesondere auf Informationsprobleme, Anreizeffekte und Verfügungsrechte abgestellt, um den Einsatz bestimmter Instrumente, beobachtbare Kapitalstrukturen oder Corporate-Control-Transaktionen zu erklären.⁵

Unter geeigneten Annahmen lässt sich dabei für jede komplexe Finanzierungs konstruktion ein Vorteil im Hinblick auf die Möglichkeit zur Steigerung des Marktwertes ableiten. So finden sich beispielsweise auch zur Begründung des Einsatzes der im Folgenden im Mittelpunkt stehenden Tracking Stocks in der Literatur Überlegungen, die auf Effizienz- und Wohlfahrtsgewinne abzielen.

Tracking Stocks⁶ sind einfache Eigenkapitaltitel zumeist in Form von Stammaktien, die sich jedoch in ihren Anwartschaften auf (Dividenden-) Zahlungen von den übrigen Aktien der Unternehmung unterscheiden. Bei Unternehmen mit mindestens zwei klar voneinander zu unterscheidenden Geschäftsbereichen sollen Tracking Stocks den finanziellen Erfolg einer spezifischen Geschäftseinheit abbilden („tracken“). Tracking Stocks und die damit verbundene „fiktive Aufspaltung“ von Unternehmen sind in den USA bereits recht verbreitet.⁷ In Europa hat hingegen bisher erst eine Unternehmung derartige Aktien emittiert.⁸ Zur Begründung einer Emission von Tracking Stocks wird insbesondere auf die Beseitigung eines „Conglomerate Discount“⁹, die Möglichkeit, eine Art „Zielgruppenmarketing“ für

⁴ Vgl. z.B. Breuer, 1998, S. 74 ff. oder Nippel, 1998, S. 81 ff.

⁵ Weniger verbreitet ist der Bezug auf Regulierungen als (mittelbare) Ursache von bestimmten Verhaltensweisen in der Finanzierung.

⁶ Andere Bezeichnungen für Tracking Stocks sind Letter Stock, Targeted Stock oder Alphabet Stock, vgl. Steiner/Natusch, 1996, S. 580, Natusch, 1997, S. 1141.

⁷ Eine Auswahl von Unternehmen, die Tracking Stocks emittiert haben, findet sich z.B. bei Billett/Vijh, 2001, Table 3 oder Elder/Westra, 1999, S. 15.

⁸ Im Oktober 2000 hat das französische Unternehmen Alcatel Tracking Stocks für die Sparte optische Elemente (Optronics) emittiert.

⁹ Vgl. Lang /Stulz, 1994, Berger/Ofek, 1995, Rajan/Servaes/Zingales, 2000.

das „Produkt Aktie“ zu betreiben, und die Steigerung der Anreize für Bereichsleiter abgestellt.

Empirische Untersuchungen zur Vorteilhaftigkeit von Tracking Stocks weisen allerdings keine einheitlichen Ergebnisse auf. Dies ist unserer Meinung nach auch nicht weiter überraschend. Denn gerade aufgrund der Besonderheiten und der Komplexität der Finanzierung unter Einsatz von Tracking Stocks entstehen Probleme und die Gefahr von Ineffizienzen, die bisher zumeist übersehen wurden.¹⁰ Einige Nachteile von Tracking Stocks gilt es hier im Rahmen einer theoretischen Analyse herauszuarbeiten. Damit soll nicht behauptet werden, dass die Nachteile stets die Vorteile überwiegen. Umgekehrt gilt aber auch, dass der Nachweis der Vorteilhaftigkeit von Tracking Stocks ebenso wenig allgemein geführt werden kann. Wer den Einsatz dieses Instruments begründen will, muss jedoch glaubhaft machen, dass zumindest im Einzelfall die Vorteile die Nachteile überwiegen. Dies dürfte nicht ganz einfach sein, da Vor- und Nachteile auf unterschiedlichen Ebenen liegen. Oder aber es ist darzulegen, warum Kapitalgeber (zeitweise) über Nachteile und Gefahren hinweggetäuscht werden können, oder aus anderen Gründen einen zu hohen Preis für die Finanzierungstitel der Unternehmung zahlen.

Wir glauben, dass die Überlegungen, die hier am Beispiel von Tracking Stocks verdeutlicht werden, in gewisser Weise verallgemeinerungsfähig sind. Ein Effizienzgewinn aus der Nutzung einer innovativen, komplexen Konstruktion in der Finanzierung kann kaum zweifelsfrei und schon gar nicht allgemeingültig begründet werden. Daher sind stets Zweifel angebracht, ob die Innovation nicht vielmehr der Verfolgung persönlicher Interessen Einzelner oder der Ausnutzung der Unkenntnis einiger Kapitalgeber dient.

Die weitere Vorgehensweise ist folgende: Zunächst erläutern wir das Instrument Tracking Stock etwas genauer und gehen dann kurz auf die Argumente ein, die in der Literatur gemeinhin zur Erklärung des Einsatzes angeführt werden. Außerdem werden die Ergebnisse einiger empirischer Untersuchungen rekapituliert, die sowohl auf Vor- als auch auf Nachteil von Tracking Stocks hinweisen. Den Hauptteil dieses Aufsatzes macht dann die theoretische Auseinandersetzung mit den möglichen Nachteilen aus, die sich aus der Emission von Tracking Stocks für die Aktionäre ergeben. Diese bestehen zum einen in Vermögensumverteilungen zwischen den Inhabern der verschiedenen Aktiengattungen der Unternehmung. Vor allem zeigen wir jedoch, dass es darüber hinaus auch insgesamt zu Wohlfahrts-

¹⁰ Eine Ausnahme ist z.B. Baums, 1996, S. 26 f., der kurz einige unmittelbare Probleme und Nachteile von Tracking Stocks benennt (insbes. Interessenkonflikte, Zurechnungs- und Bewertungsfragen).

verlusten kommen kann. Diese identifizieren wir in drei Bereichen: Wir analysieren spezifische Fehlanreize und Quellen für Ineffizienzen bei der Emission von Tracking Stocks im Zusammenhang mit (a) der Kapitalaufbringung, (b) der Kapitalallokation in der Unternehmung und (c) der Allokation der Verfügungsrechte.

2. Tracking Stocks

2.1 Definition und Eigenschaften

Wie bereits erwähnt, sollen Tracking Stocks den finanziellen Erfolg einer spezifischen Geschäftseinheit der Unternehmung (der Tracked Unit) abbilden.¹¹ Zu diesem Zweck werden Ansprüche auf den finanziellen Erfolg nur dieser Geschäftseinheit definiert und in Form von Tracking Stocks handelbar gemacht. Dabei handelt es sich zumeist um eine weitere Gattung von Stammaktien (Common Stock) der Unternehmung. Sie entsteht dadurch, dass entweder ein Teil der bereits ausstehenden Aktien per Beschluss des zuständigen Gremiums umgewandelt wird, oder entsprechende neue Aktien emittiert werden.

Die Inhaber von Tracking Stocks besitzen jedoch keine besonderen Rechte an den Aktiva der Tracked Unit. Umgekehrt erfolgt aber auch keine Beschränkung der Stimmrechte. Alle Aktionäre der Unternehmung besitzen grundsätzlich identische Stimmrechte, d.h. es wird nicht getrennt über die Belange der verschiedenen Unternehmensteile abgestimmt. Die Unternehmung bleibt rechtlich und wirtschaftlich eine Einheit, es erfolgt keine echte Aufspaltung, die in irgendeiner Art und Weise den Leistungsbereich beträfe. Auch nach der Emission von Tracking Stocks verbleiben alle Bereiche der Unternehmung unter einem einheitlichen (Top-)Management. Darin unterscheidet sich die (fiktive) Abspaltung mittels Tracking Stocks von einer realen Abspaltung in Form eines Spin offs oder Equity carve outs, bei denen ein Teilbereich rechtlich und wirtschaftlich aus dem Unternehmen ausgegliedert wird.¹²

Zumeist verbleibt ein Teil der Ansprüche an dem finanziellen Erfolg der Tracked Unit bei dem Emittenten, d.h. nur ein Anteil $\alpha < 1$ wird in Form von Tracking Stocks gesondert gehandelt. Der komplementäre Anteil $1 - \alpha$, der sog. „Retained Interest“, bleibt in der Un-

¹¹ Ausführlichere Beschreibungen der technischen und rechtlichen Details von Tracking Stocks sind in der entsprechenden Literatur zu finden. Vgl. z.B. Hass, 1996. Für eine kurze und damit überschaubare Darstellung vgl. z.B. Haas, 1999b, worauf wir uns in diesem Abschnitt zumeist beziehen.

¹² Empirische Untersuchungen zu Equity carve outs in Deutschland finden sich bei Kaserer/Ahlers, 2000 oder Elsas/Löffler, 2001.

ternehmung und fällt damit den Inhabern der übrigen Aktien zu. Stimmrechte sind mit dem Retained Interest allerdings nicht verbunden. Die übrigen Aktien der Unternehmung „tracken“ gewissermaßen die anderen Geschäftsbereiche, nach Maßgabe des Anteils $1 - \alpha$ aber auch die besonders herausgestellte Tracked Unit.

2.2 Gründe für die Emission von Tracking Stocks

Der in der Literatur¹³ am häufigsten genannte Grund für die Ausgabe von Tracking Stocks ist die Aufdeckung eines dem Kapitalmarkt bislang verborgen gebliebenen „hidden value“. Die fiktive Abspaltung der Tracked Unit bewirke, dass die einzelnen Geschäftsbereiche eine Art „Zielgruppenmarketing“, d.h. eine bereichs- und zielgruppenspezifische Informationspolitik betreiben können und somit das Interesse des Kapitalmarktes und insbesondere der Analysten gesteigert werde. Die Bereitstellung von bereichsspezifischen Informationen ist prinzipiell allerdings auch bei einer herkömmlichen Eigenkapitalstruktur möglich. Der verbleibende Vorteil von Tracking Stocks besteht jedoch darin, dass sich die Anleger gemäß ihren Präferenzen nur an einem einzelnen Bereich beteiligen können. Auf diese Weise soll der „Conglomerate Discount“, der häufig die Bewertung von großen diversifizierten Konzernen drückt, minimiert werden.

Ebenfalls häufig genannt wird das Argument, dass sich Tracking Stocks besser als herkömmliche Aktien als Akquisitionswährung eignen. Ausgangspunkt ist die Ansicht, dass die Aktien eines Großunternehmens i.d.R. als Akquisitionswährung nicht geeignet sind, da sie eine andere Rendite-Risiko-Position darstellen als die Aktionäre der zu übernehmenden Unternehmung bisher inne hatten und daher mutmaßlich auch weiterhin bevorzugen. Die Ausgabe von Tracking Stocks löst dieses Problem, da den Aktionären des Zielunternehmens Aktien der bezüglich der Rendite-Risiko Position ähnlichen Tracked Unit angeboten werden können.

Durch die Ausgabe von Tracking Stocks soll darüber hinaus eine leistungsgerechte und damit motivationsfördernde Entlohnung der Bereichsleitung der Tracked Unit gewährleistet werden. So seien Optionsprogramme basierend auf Tracking Stocks aus Sicht der jeweiligen Bereichsmanager interessanter als Optionen auf Aktien der gesamten Unternehmung.

¹³ Vgl. beispielsweise Natusch, 1997, S. 1143 ff., Haas, 1999a oder Friedl, 2002.

mung, denn der Kurs der Tracking Stocks hängt in stärkerem Maße von der eigenen Leistung ab.¹⁴

In der Literatur werden darüber hinaus noch weitere Argumente angeführt, die sich jedoch auf die Vorteilhaftigkeit von Tracking Stocks im Vergleich zu Spin offs oder Carve outs beziehen und nicht auf die Vorteilhaftigkeit von Tracking Stocks an sich. Hierzu zählt der Tatbestand, dass die Emission von Tracking Stocks keine Steuerzahlungen seitens der Unternehmung oder ihrer Aktionäre auslöst¹⁵ und keine Vertragsänderungen beispielsweise mit Kreditgebern notwendig sind. Außerdem können auch nach Ausgabe von Tracking Stocks etwaige Synergien sowie Größen- und Verbundvorteile innerhalb des Konglomerats weiterhin genutzt werden.¹⁶ Dazu gehören Kostenvorteile durch gemeinsame Beschaffung, Verwaltung oder die fortgesetzte Nutzung des internen Kapitalmarktes.

2.3 Ergebnisse der empirischen Forschung zu Tracking Stocks

Die empirische Literatur bescheinigt Tracking Stocks einen positiven Ankündigungseffekt.¹⁷ Chemmanur/Paeglis (2000)¹⁸ und Billet/Vijh (2001) untersuchen darüber hinaus die langfristige Kursentwicklung von Tracking Stocks. In beiden Studien wird festgestellt, dass die begebenden Unternehmen vor Ankündigung der Eigenkapitalrestrukturierung lediglich eine unterdurchschnittliche Kursentwicklung aufwiesen. Im Anschluss wird die Kursentwicklung der Obergesellschaft bzw. der fiktiv abgespaltenen Sparte in einer drei-Jahres-Periode nach Ankündigung und fiktiver Aufspaltung untersucht. Laut Chemmanur/Paeglis (2000) ist die Kursentwicklung der Obergesellschaft auch nach Ausgabe von Tracking Stocks im Vergleich zum S&P500 bzw. zu den entsprechenden Branchenindizes signifikant negativ. Der Kurs der fiktiv abgespaltenen Sparte entwickelt sich allerdings signifikant besser als der entsprechende Branchenindex. Zu genau entgegengesetztem Ergebnis gelangt die Studie von Billet/Vijh (2001): Die Kursentwicklung der Obergesellschaft ist nach Abspaltung nicht signifikant verschieden von der entsprechenden Bench-

¹⁴ Dieses Argument ist insofern nur eingeschränkt überzeugend, als dass es auch andere Methoden gibt, mit denen eine leistungsgerechte Entlohnung des Bereichsmanagements erreicht werden kann, z.B. durch eine Entlohnung in Abhängigkeit des Residualgewinns. Vgl. dazu Ewert/Wagenhofer, 1997, S. 518-533. Leistungsgerechte Entlohnung ist demnach kein exklusiver Vorteil von Tracking Stocks und erklärt nicht die Vorteilhaftigkeit an sich.

¹⁵ Vgl. Haas, 1999a, S. 4.

¹⁶ Vgl. Haas, 1999a, S. 4 und Natusch, 1995, S. 73 f.

¹⁷ Vgl. Elder/Westra, 1999 oder Chemmanur/Paeglis, 2000 und dort angegebene Literatur.

¹⁸ Die Studie vergleicht Spin offs, Carve outs und Tracking Stocks miteinander.

mark. Der Kurs der ausgegliederten Sparte entwickelt sich in demselben Zeitraum jedoch signifikant negativ zu vergleichbaren Unternehmen.

Das Argument, die Aufspaltung erhöhe die Aufmerksamkeit der Analysten, wird bei Chemmanur/Paeglis (2000) bestätigt, sofern die Anzahl der Analysten, die sich mit dem Unternehmen beschäftigen, als Indikator gewählt wird. Die für die Kursentwicklung entscheidende Genauigkeit der Gewinnprognosen nimmt jedoch laut Billett/Vijh (2001) und Chemmanur/Paeglis (2000) nicht zu.

Die wesentlichen Ergebnisse sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst:

	Elder/Westra (1999)	Chemmanur/Paeglis (2000)	Billett/Vijh (2001)
Negative Entwicklung vor Ankündigung der Ausgabe von Tracking Stocks	Nicht untersucht	bestätigt	bestätigt
Positiver Ankündigungseffekt	bestätigt	bestätigt	Nicht signifikant
Kursentwicklung in den drei Jahren nach Ausgabe der Tracking Stocks	Nicht untersucht	Obergesellschaft: negativ Sparte: positiv	Obergesellschaft: durchschnittlich Sparte: negativ
Transparenz	Nicht untersucht	Anzahl der Analysten gestiegen, aber Vorhersagefehler auch gestiegen	Vorhersagefehler gestiegen

Tabelle 1: Zusammenfassung der Ergebnisse empirischer Studien

Die folgende theoretische Analyse zeigt mögliche Erklärungsansätze für diese empirischen Ergebnisse auf. Insbesondere kann eine negative Entwicklung der Obergesellschaft bei einer positiven Entwicklung der Sparte auf Vermögensumverteilungen zurückgeführt werden. Auch die Beobachtung eines positiven Ankündigungseffekts und einer langfristig negativen Entwicklung lässt sich auf Basis von Überlegungen zur Bewertung am Kapitalmarkt bei unvollständig informierten Kapitalmarktteilnehmern erklären (Kap. 4.1). Eine nur durchschnittliche Performance der Obergesellschaft in Verbindung mit einer negativen Performance der Tracked Unit könnte auf die Überlegungen in Kap. 4.2 zur internen Kapitalallokation zurückgeführt werden.

3. Vermögensumverteilungen

Die Inhaber von Tracking Stocks sollen „am finanziellen Erfolg einer Geschäftseinheit“ der Unternehmung beteiligt werden.¹⁹ Dies setzt zunächst voraus, dass dieser finanzielle Erfolg unabhängig von den Erfolgen der übrigen Geschäftseinheiten festgestellt wird.

¹⁹ Vgl. Haas 1999a, S. 2.

Dementsprechend ist die Rechnungslegung der Unternehmung zu differenzieren. Wenn die Erfolge der verschiedenen Unternehmensbereiche gesondert ermittelt werden, ist aber noch nicht sichergestellt, dass etwa die ausgewiesenen Gewinne auch den jeweiligen Erfolg korrekt widerspiegeln. Es besteht stets ein Ermessensspielraum bei der Aufteilung des Gesamtgewinns auf die verschiedenen Geschäftseinheiten. So ist beispielsweise die Aufteilung davon abhängig, wie die Kosten für die Unternehmensleitung und andere zentrale Ressourcen alloziert, oder wie innerbetriebliche Leistungen verrechnet werden. Auch die zukünftige Erfolgsverteilung kann gesteuert werden, indem knappe Ressourcen wie Kapital²⁰ und qualifizierte Arbeitskräfte, aber auch neue Geschäftsfelder und Investitionsmöglichkeiten dem einen oder anderen Bereich der Unternehmung zugeordnet werden.²¹ Für die Inhaber von Tracking Stocks ist die Aufteilung des Gesamterfolges der Unternehmung jedoch von zentraler Bedeutung. Sie sind nur am Erfolg „ihrer“ Geschäftseinheit interessiert, durch eine Umverteilung von Gewinnen werden sie unmittelbar geschädigt oder begünstigt, selbst wenn sich der Gesamterfolg der Unternehmung nicht ändert. Es besteht die Gefahr von Vermögensumverteilungen zwischen den Inhabern der verschiedenen Aktiengattungen, die bei einer Unternehmung mit einfacher Kapitalstruktur nicht gegeben ist.

Letztlich ist die Vermögensposition der Inhaber von Tracking Stocks jedoch nur indirekt von den Erfolgen abhängig, die von der Unternehmung in dem betreffenden Bereich erzielt und ausgewiesen werden. In letzter Konsequenz ist entscheidend, mit welchen zukünftigen (Dividenden-) Zahlungen die Aktionäre rechnen können. Somit schließt sich ein weiteres Problem an: Selbst wenn Vermögen, Verbindlichkeiten und Gewinne der verschiedenen Bereiche einer Unternehmung klar getrennt und korrekt bemessen werden, ist grundsätzlich mit Vermögensumverteilungen über die Dividendenpolitik zu rechnen. Denn jede Gewinnthesaurierung in einem Bereich A führt dazu, dass das gesamte Vermögen der rechtlich ungeteilten Unternehmung steigt (relativ zur Ausschüttung). Davon profitieren allerdings auch die Aktionäre eines anderen Bereiches B, da Sie nur noch in geringerem Umfang und mit einer geringeren Wahrscheinlichkeit für die Verbindlichkeiten haften müssen, die dem Bereich A zuzurechnen sind. Demzufolge steigt das Vermögen der Inhaber der B-Aktien wenn im Bereich A Gewinne thesauriert werden. Entsprechend erleiden die A-Aktionäre einen Vermögensverlust im Vergleich zum Fall mit Ausschüttung des Betrages.

²⁰ Auf die Allokation von Kapital innerhalb der Unternehmung gehen wir in Kapitel 4.2 noch ausführlicher ein.

²¹ Die vom Management vorgenommene Zuordnung von neuen Aufgaben kann dem Kapitalmarkt zudem die Einschätzung des Vorstands hinsichtlich der relativen Leistungsfähigkeit der verschiedenen Unternehmensbereiche signalisieren. Vgl. Hass, 1996, S. 2122 f.

Eine Ausschüttung käme ihnen allein zu Gute, im Falle der Thesaurierung profitieren hingegen auch die B-Aktionäre. Deren Vermögen wird nun weniger durch die dem Bereich A zuzurechnenden Verbindlichkeiten belastet, für die aufgrund der rechtlich ungeteilten Unternehmung alle Bereiche haften.

Diese Überlegung soll anhand der folgenden formalen Darstellung veranschaulicht werden:

Sei X_A der unsichere zukünftige Cashflow des Bereichs A der Unternehmung, und X_B der entsprechende Wert für den Bereich B. Die Unternehmung hat Verbindlichkeiten, aus denen eine Zahlungsverpflichtung in Höhe von insgesamt D resultiert. Davon sei ein Betrag D_A dem Bereich A und D_B dem Bereich B zuzurechnen. Es gilt $D = D_A + D_B$.

Weiterhin steht gegenwärtig ein Betrag von $Z_A + Z_B$ für Ausschüttungen zur Verfügung, nachdem in alle verfügbaren vorteilhaften Projekte investiert wurde. Z_i bezeichnet den im Bereich $i \in \{A, B\}$ verfügbaren Betrag.

Der Wert des *gesamten* Eigenkapitals der Unternehmung beläuft sich bei Ausschüttung je eines Anteils von γ an Z_A und Z_B und Reinvestition des verbliebenen Anteils $(1 - \gamma)$ zum Kapitalmarktzinssatz r auf:

$$V_{A+B} = \frac{1}{1+r} E[\text{Max}((X_A + X_B + (1+r)(1-\gamma)(Z_A + Z_B) - D_A - D_B), 0)] \quad (1)$$

Um nicht auch den Aspekt der Vermögensumverteilung zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern einzubeziehen, gehen wir im Folgenden zur Vereinfachung davon aus, dass das Fremdkapital nicht ausfallbedroht ist. Damit gilt für den Wert des *gesamten* Eigenkapitals:

$$\begin{aligned} V_{A+B} &= \frac{E(X_A + X_B + (1+r)(1-\gamma)(Z_A + Z_B) - D_A - D_B)}{1+r} \\ &= (1-\gamma)(Z_A + Z_B) + \frac{E(X_A + X_B - D_A - D_B)}{1+r} \end{aligned} \quad (2)$$

Es sei jedoch nicht ausgeschlossen, dass der Cashflow in *einem* der beiden Bereich nicht ausreicht, die dem Bereich zuzuordnenden Verbindlichkeiten zu befriedigen, d.h. *entweder* $X_A < D_A$ *oder* $X_B < D_B$ ist möglich.

Für die *Gesamtheit* aller Aktionäre spielt es keine Rolle, in welchem Umfang Dividenden ausgeschüttet werden. Dazu betrachte man deren Vermögensposition

$$\begin{aligned}
W_{A+B} &= V_{A+B} + \gamma(Z_A + Z_B) \\
&= (Z_A + Z_B) + \frac{E(X_A + X_B - D_A - D_B)}{1+r}
\end{aligned} \tag{3}$$

die unabhängig von γ ist und sich auch nicht ändert, wenn von Z_A und Z_B nicht jeweils der gleiche Anteil ausgeschüttet wird.

Nun betrachten wir explizit den Fall, in dem nicht nur eine Aktiengattung der Unternehmung existiert, sondern - nach der Emission von Tracking Stocks - zwei verschiedene Gattungen. Eine Gattung „trackt“ den Bereich A, die andere demzufolge den Bereich B.

Wenn in jedem Bereich wieder ein Anteil von γ an Z_A bzw. Z_B ausgeschüttet wird, beläuft sich der Wert der A-Aktien auf:

$$V_A = \frac{1}{1+r} E[Max(X_A + (1+r)(1-\gamma)Z_A - D_A - Max(0, D_B - X_B - (1+r)(1-\gamma)Z_B), 0)] \tag{4}$$

und der Wert der B-Aktien auf:

$$V_B = \frac{1}{1+r} E[Max(X_B + (1+r)(1-\gamma)Z_B - D_B - Max(0, D_A - X_A - (1+r)(1-\gamma)Z_A), 0)] \tag{5}$$

Ausgehend von diesen Werten führt eine Änderung der Dividendenpolitik in einem Bereich zu einer Vermögensumverteilung. Angenommen, im Bereich B wird nicht ein Anteil von γ an Z_B ausgeschüttet, sondern nur $\lambda < \gamma$. Dann steigt der Wert der B-Aktien zwar auf

$$V'_B = \frac{1}{1+r} E[Max(X_B + (1+r)(1-\lambda)Z_B - D_B - Max(0, D_A - X_A - (1+r)(1-\gamma)Z_A), 0)], \tag{6}$$

mit $V'_B > V_B$ (vgl. (5)),

der Anstieg fällt jedoch geringer aus als der Betrag, um den das sonstige Privatvermögen der B-Aktionäre gesunken ist. Dies liegt daran, dass der zusätzlich einbehaltene Betrag $(\gamma - \lambda)Z_B$ nicht in jedem Fall den B-Aktionären zugute kommt, sondern nur dann, wenn auf dieses Vermögen *nicht* zum Ausgleich einer Unterdeckung im Bereich A zurückgegriffen werden muss.

Das Vermögen der B-Aktionäre sinkt von

$$W_B = V_B + \gamma Z_B \tag{7}$$

auf

$$W_B' = V_B' + \lambda Z_B < W_B. \quad (8)$$

Dass die B-Aktionäre tatsächlich eine Vermögenseinbuße hinnehmen müssen, ist am einfachsten zu erkennen, wenn man die Vermögensposition der A-Aktionäre betrachtet. Wenn sich die Ausschüttung an diese nicht ändert, bleibt auch ihr sonstiges Vermögen unverändert. Der Wert Ihrer Aktien steigt jedoch auf

$$V_A' = \frac{1}{1+r} E[Max(X_A + (1+r)(1-\gamma)Z_A - D_A - Max(0, D_B - X_B - (1+r)(1-\lambda)Z_B), 0)] \quad (9)$$

mit $V_A' > V_A$ (vgl. (4)).

Die Steigerung kommt dadurch zustande, dass die A-Aktionäre aufgrund der höheren Thesaurierung im Bereich B in geringerem Umfang und mit geringerer Wahrscheinlichkeit für die Verbindlichkeiten D_B mit einstehen müssen. Formal wirkt sich dies dahingehend aus, dass der Term $Max(0, D_B - X_B - (1+r)(1-\lambda)Z_B)$ in allen Zuständen, in denen er nicht den Wert null annimmt, sinkt (wegen $\lambda < \gamma$).

Da bereits gezeigt wurde, dass der Wert des *gesamten* Vermögens der Aktionäre konstant bleibt, muss die Verbesserung der Vermögensposition der A-Aktionäre aufgrund der geringeren Ausschüttung im Bereich B zu Lasten der B-Aktionäre gehen. Es kommt zu einer Vermögensumverteilung.

Somit haben also die Aktionäre des Bereiches B nicht nur ein Interesse, selbst möglichst hohe Ausschüttung zu erhalten, sondern auch an einer möglichst hohen Thesaurierung in dem anderen Bereich A, et vice versa. Jede Seite profitiert ceteris paribus von der Thesaurierung im jeweils anderen Bereich. *Insgesamt* steigert die Gewinnthesaurierung das Vermögen der Aktionäre jedoch nicht.²² Damit bewirkt die Dividendenpolitik der fiktiv aufgespaltenen Unternehmung nur eine Umverteilung zwischen den Inhabern der verschiedenen Aktiengattungen. Eine solche Vermögensumverteilung dürfte zu Lasten der Inhaber von Tracking Stocks erfolgen, da diese typischerweise eine Minderheit darstellen und somit nur einen geringen Einfluss auf die Dividendenpolitik der Unternehmung haben. Sie müssen damit rechnen, dass sie auch dann nur geringe oder gar keine Dividenden erhalten, wenn in ihrem Bereich ausschüttbare Gewinne erwirtschaftet werden.

²² Nur wenn sich die Gewinnverwendung auf das Investitionsprogramm auswirkt, so dass bei einer „zu hohen“ Ausschüttung nicht alle vorteilhaften Projekte finanziert werden können oder bei „zu geringer“ Ausschüttung Kapital in der Unternehmung ineffizient investiert wird, gilt die hier genannte Irrelevanz der Dividendenpolitik nicht. (Vgl. dazu Miller/Modigliani, 1961).

4. Wohlfahrtsverluste

Generell besteht die Gefahr, dass es durch Fehlentscheidungen in der Unternehmung aufgrund von Fehlanreizen oder mangelnder Kontrolle zu Wohlfahrtsverlusten kommt, die zu Lasten der Aktionäre gehen. Mit anderen Worten: der Shareholder value wird negativ beeinflusst. Gleichmaßen kann eine suboptimale Zuordnung von Verfügungsrechten (Property rights) zu Ineffizienzen führen.

Das Ausmaß derartiger Probleme ist nicht zuletzt abhängig von der Kapitalstruktur der Unternehmung. Konkret stellt sich daher auch die Frage nach der Bedeutung einer (Eigen-) Kapitalstruktur, die durch die Existenz von Tracking Stocks gekennzeichnet ist. Einige Argumente *für* die Emission von Tracking Stocks basieren gerade auf Überlegungen, welche die resultierende fiktive Aufspaltung der Unternehmung mit der Möglichkeit stärkerer Kontrolle durch Kapitalgeber und mit verbesserten Anreizen in Verbindung bringen.²³ Diesbezüglich ist die Argumentation aber stets nur vage. Die behaupteten Vorteile, etwa die Möglichkeit, Bereichsleiter unmittelbar erfolgsabhängig zu entlohnen, oder differenziertere Informationen zur Kontrolle nutzen zu können, werden nicht theoretisch fundiert und damit nicht einmal für bestimmte Annahmenkonstellationen zwingend abgeleitet. Vor allem jedoch ist die Literatur, die sich mit den Auswirkungen von Tracking Stocks auf Anreize und Kontrolle auseinandersetzt, in aller Regel einseitig. Es werden mutmaßliche Vorteile herausgestellt, ohne dass auch die Gefahr negativer Auswirkungen auf den Shareholder value insgesamt erkannt wird.

Wir analysieren im Folgenden daher gerade diese bisher kaum betrachtete „dunkle Seite“ von Tracking Stocks. Wir zeigen, dass die Emission von Tracking Stocks in verschiedener Hinsicht spezifische Fehlanreize schafft oder vorhandene verstärkt und durch eine ineffiziente Allokation von Verfügungsrechten Wohlfahrtsverluste hervorrufen kann. Diese Aspekte sind auch aus gesamtwirtschaftlicher Sicht bedeutsam. Es resultieren nicht nur Vermögensumverteilungen zwischen verschiedenen Gruppen von Aktionären, sondern Vermögensverluste für die Gesamtheit der Kapitalgeber. Insofern finden sich hier (weitere) Argumente, die *gegen* eine Emission von Tracking Stocks sprechen. Wir zeigen zudem, dass unsere Überlegungen durchaus mit dem empirisch beobachteten positiven Ankündigungseffekt einer Emission von Tracking Stocks vereinbar sein können.

²³ Vgl. die Zusammenstellung der Argumente in Kapitel 2.2 und die dort zitierte Literatur.

Zunächst betrachten wir den Fall einer Kapitalerhöhung mittels der Emission von Tracking Stocks, die speziell zu dem Zweck durchgeführt wird, den Shareholder value durch die fiktive Aufspaltung der Unternehmung und die damit einhergehende Verbesserung der Informationsbasis für den Kapitalmarkt zu steigern (Kap 4.1). Anschließend wird die Allokation eines gegebenen Kapitalbetrags für Investitionszwecke in der Unternehmung analysiert, wobei die Fälle mit und ohne Tracking Stocks unter sonst gleichen Bedingungen verglichen werden (Kap. 4.2). Zuletzt gehen wir auf mögliche negative Folgen der ungewöhnlichen Kombination von Verfügungsrechten und Cashflow-Rechten bei einer Unternehmung mit Tracking Stocks ein (Kap 4.3).

4.1 Kapitalerhöhung mittels Emission von Tracking Stocks

Es wurde bereits darauf hingewiesen, dass häufig eine Unterbewertung einer diversifizierten Unternehmung am Kapitalmarkt als ein Grund für die Emission von Tracking Stocks angeführt wird. Dementsprechend wäre also Anlass gegeben, über die Emission von Tracking Stocks nachzudenken, wenn gemutmaßt wird, dass ein interessantes und aussichtsreiches Geschäftsfeld der Unternehmung nicht in Höhe seines „wahren Wertes“ in dem aktuellen Marktwert zum Ausdruck kommt. Als Begründung für die Unterbewertung wird dann etwa auf mangelnde Informationen des Kapitalmarktes über den fraglichen Bereich oder mangelndes Interesse der bisherigen Aktionäre an dem Geschäftsfeld und der daraus resultierenden Rendite-Risiko-Position verwiesen. Erst durch die Emission von Tracking Stocks - so die Argumentation - gelingt es, die Informationsbasis und -verarbeitung des Kapitalmarktes zu verbessern²⁴ und/oder „Natural Shareholder“ an dem bewussten Bereich zu beteiligen, so dass dieser mit seinem „wahren Wert“ bewertet wird.²⁵

Die Emission von Tracking Stocks ist in einer solchen Situation mit einer derartig zu erklärenden Unterbewertung allerdings eine zweiseitige Angelegenheit. Einerseits mag es zu der gewünschten Aufdeckung von Shareholder value kommen, so wie dies oben beschrieben wurde. Andererseits kann aber gerade unter den gegebenen Bedingungen die Gefahr einer Kapitalverschwendung erwachsen, die von den Kapitalgebern zunächst unbemerkt bleibt. Denn auf den ersten Blick wird durch die Emission von Tracking Stocks

²⁴ Fraglich ist, warum dies nicht allein durch eine ordentliche Segmentberichterstattung erreicht werden kann. Vgl. dazu Natusch, 1995, S. 154 ff.

²⁵ Die Argumentation, die auf „Natural Shareholder“ abzielt, setzt implizit voraus, dass die Bedingungen eines vollkommenen Kapitalmarktes nicht erfüllt sind. Auf einem solchen würden nämlich alle Anleger be-

niemand geschädigt. Für die neu geschaffenen Tracking Stocks finden sich nur dann Käufer, wenn diese sich von dem Erwerb einen Vorteil versprechen.²⁶ Die Inhaber der bereits umlaufenden Aktien können weiterhin mit dem gleichen Gewinn aus den übrigen Geschäftseinheiten und u.U. den gleichen Dividenden rechnen, die auch im Fall ohne Emission von Tracking Stocks möglich wären.²⁷ Zu berücksichtigen ist jedoch auch die Verwendung des Emissionserlöses. Dieser wird vom angestellten Management möglicherweise im eigenen Interesse in unvorteilhafte Projekte investiert (Empire Building). Dadurch erleiden die Aktionäre einen Vermögensverlust, der sich nicht gleich im Preis der (alten) Aktien niederschlagen wird, wenn die Bewertung der Unternehmung nach wie vor auf Basis von Gewinn- und Dividendenerwartungen beruht.

Um dies zu verdeutlichen, betrachten wir eine Unternehmung mit zwei Geschäftseinheiten, zunächst jedoch ohne Tracking Stocks. Der Bereich A ist einer traditionellen Branche zuzuordnen, erwirtschaftet Gewinne und ermöglicht als „Cash Cow“ die Zahlung von Dividenden an die Aktionäre. Daneben existiert die Geschäftseinheit B, die in einem innovativen „High-tech-Bereich“ tätig ist, bisher und auch in absehbarer Zeit noch keine Gewinne erwirtschaftet und deren Wert (fast) ausschließlich auf Wachstumsoptionen zurückzuführen ist.

Die Bewertung der Unternehmung durch den Kapitalmarkt erfolgt auf Basis öffentlich verfügbarer Informationen. Bekannt sei insbesondere, dass die Unternehmung im Bereich A einen Gewinn in Höhe von G_A erwirtschaftet hat und dass dieser Wert auch als bester Schätzer für die zukünftigen erwarteten Gewinn anzusehen ist. Demzufolge beträgt der Wert der Geschäftseinheit A:

$$V_A = \frac{G_A}{r}, \quad (10)$$

wenn r den risikoadäquaten Kalkulationszins bezeichnet.

Der „wahre Wert“ von B beträgt

$$V_B = PVGO_B, \quad (11)$$

strebt sein, einen Anteil am Marktportefeuille zu halten. Folglich änderte sich auch die Aktionärsbasis eines einzelnen Unternehmensbereiches nicht, wenn dieser in Form von Tracking Stocks gesondert gehandelt wird.

²⁶ Dabei werden sie sich wohl auch nicht der Illusion hingeben, schon bald Dividenden zu erhalten, wenn es sich bei dem Bereich B (der „Tracked Unit“) um ein neues Geschäftsfeld handelt, in dem, wenn überhaupt, erst in der ferneren Zukunft Gewinne erzielt werden können.

wobei $PVGO$ für Present value of growth opportunities steht.²⁸ Die Kapitalgeber sind über die Geschäftseinheit B allerdings nur unvollständig informiert, insbesondere haben sie keine Möglichkeit, $PVGO_B$ auf Basis irgendwelcher beobachtbaren Größen zu schätzen. Aufgrund dieses Informationsdefizits liege eine Unterschätzung des Wertes von Bereich B vor. In den Marktwert der Unternehmung geht $PVGO_B$ nur zu einem Anteil $z < 1$ ein, so dass für den Preis P , zu dem das Eigenkapital der Unternehmung am Markt gehandelt wird, gilt:

$$P = V_A + z \cdot V_B = \frac{G_A}{r} + z \cdot PVGO_B \quad \text{mit } z < 1 \quad (12)$$

Der Bewertungsabschlag für den Bereich B im Rahmen des Marktwertes der Unternehmung könnte auch damit erklärt werden, dass die Aktionäre der Unternehmung „konservativ“ und vor allem an Dividenden interessiert sind, nicht jedoch die für Financiers von risikoreichen Projekten typische Position präferieren.

Das Management der Unternehmung kennt hingegen den „wahren Wert“, der sich auf

$$V = V_A + V_B = \frac{G_A}{r} + PVGO_B \quad (13)$$

beläuft. Um die Unterbewertung in Höhe von $V - P = (1 - z)PVGO_B$ abzubauen, wird daher eine Emission von Tracking Stocks durchgeführt. Das heißt, es erfolgt eine Kapitalerhöhung, bei der spezielle Tracking Stocks emittiert werden, welche einen Anteil α am „finanziellen Erfolg“ des Bereiches B verbriefen. Der komplementäre Anteil $(1 - \alpha)$ stellt eine „Beteiligung“ der Unternehmung an dem fiktiv abgespaltenen Unternehmensbereich B dar.²⁹ Für die veräußerten Tracking Stocks erhält die Unternehmung einen Emissionserlös in Höhe von E .

Wir nehmen nun an, dass die Emission den gewünschten Erfolg hat. Das heißt, der Kapitalmarkt wird durch die Ankündigung der Transaktion auf den „wahren“ Wert des Bereiches B aufmerksam. Die Tracking Stocks werden demnach zum entsprechenden, fairen Preis (von „Natural Shareholders“) gekauft. Der Emissionserlös E beträgt somit:

²⁷ Im Gegensatz zu einer normalen Kapitalerhöhung, bei der keine gesonderte Aktiengattung geschaffen wird, besteht für die Aktionäre auch kein sofort ersichtlicher Anlass, in der Folge eine insgesamt höhere Dividendensumme zu erwarten.

²⁸ Vgl. Brealey/Myers, 2000, S. 73.

²⁹ Der sog. „Retained interest“.

$$E = \alpha \cdot V_B = \alpha \cdot PVGO_B \quad (14)$$

Infolge der Emission steigt der Wert der bereits existierenden Aktien *zunächst* auf:

$$P' = \frac{G_A}{r} + (1 - \alpha)PVGO_B + E \quad (15)$$

$$= \frac{G_A}{r} + PVGO_B. \quad (16)$$

Das heißt, der Preis der alten Aktien steigt um genau den Betrag, um den das Unternehmen vor der Emission von Tracking Stocks unterbewertet war:

$$P' - P = (1 - \alpha)PVGO_B$$

Insoweit würde tatsächlich verborgener Shareholder value aufgedeckt.

Dabei ist zu beachten, dass die Unternehmung weiterhin in der Lage ist, aus dem Gewinn des Bereichs A die gleiche Dividende an die Altaktionäre zu zahlen, die auch ohne die Emission von Tracking Stocks gezahlt werden könnte. Somit ist die Emission unter den gegebenen Annahmen tatsächlich ein Gewinn für die Altaktionäre. Niemand hat offensichtlichen Anlass, Nachteile zu befürchten. Quasi per Annahme³⁰ kommt es zu einem Vermögenszuwachs, der sich in einem gestiegenen Marktwert ausdrückt. Es käme zu einem positiven Ankündigungseffekt.

Die Bewertung kann sich allerdings ändern, wenn die Verwendung des Emissionserlöses in die Betrachtung einbezogen wird. In Gleichung (15) ist implizit die Annahme enthalten, dass der Emissionserlös in Projekte mit einem Kapitalwert von null investiert wird. Davon ist jedoch in aller Regel nicht auszugehen.

Sofern E nicht an die Altaktionäre ausgeschüttet wird, *sollte* der Betrag sinnvollerweise natürlich in vorteilhafte Projekte (mit positivem Kapitalwert) investiert werden. Dann ist der Wert der alten Aktien um den Kapitalwert der zusätzlichen Investitionen höher als P' . Umgekehrt kann aber auch nicht unbedingt ausgeschlossen werden, dass das Management den Emissionserlös in unvorteilhafte Projekte investiert. Insbesondere wenn keine weiteren vorteilhaften Projekte in dem annahmegemäß nicht mehr wachsenden Geschäftsbereich A zur Verfügung stehen, das Management aber nach Empire Building strebt, ist die Gefahr unvorteilhafter Investitionen gegeben.

³⁰ Gemeint ist die Annahme, dass die Emission der Tracking Stocks zur Aufdeckung des „wahren Wertes“ von Bereich B führt.

Wenn in unvorteilhafte Projekte investiert wird, ist der „wahre“ Wert der alten Aktien um eben den Betrag des negativen Kapitalwertes dieser Projekte geringer:

$$P'' = \frac{G_A}{r} + PVGO_B + NPV_E \quad (17)$$

mit

$$P'' < P' = \frac{G_A}{r} + PVGO_B \Leftrightarrow NPV_E < 0$$

wobei NPV_E für den Net Present Value (den Kapitalwert) der Projekte steht, in die der Emissionserlös investiert wird. Falls NPV_E so klein ist, dass er die aufgedeckte Unterbewertung überkompensiert, erleiden die Altaktionäre insgesamt einen Verlust, d.h. trotz der Aufdeckung des „wahren“ Wertes der Wachstumsoptionen gilt:

$$\begin{aligned} P'' < P &\Leftrightarrow \\ PVGO_B + NPV_E < z \cdot PVGO_B &\Leftrightarrow \\ (1 - z)PVGO_B < -NPV_E \end{aligned}$$

Insgesamt sind die hier zugrunde gelegten Informationsdefizite auf Seiten der Kapitalgeber der Unternehmung also gleichermaßen Quelle für den betrachteten Vorteil der Emission von Tracking Stocks wie auch für die Gefahr damit verbundener Nachteile. Die Kapitalgeber sind nach der Emission von Tracking Stocks zwar über den Wert der Wachstumsoptionen informiert, bewerten die alten Aktien jedoch noch immer auf Basis der erwarteten Gewinne aus dem Bereich A zuzüglich der „Beteiligung“ am Bereich B und des Emissionserlöses, d. h. auf Basis recht einfach zu beobachtender Größen. Die (geplante) Verwendung des Emissionserlöses, geht somit (zunächst) nicht in die Bewertung ein.

Zumindest solange die zu erwartende Verwendung des Emissionserlöses in der Bewertung noch keine Rolle spielt, ist auch nicht davon auszugehen, dass die Aktionäre Kontrolle ausüben und so die Entscheidung des Managements beeinflussen. Somit existiert ein diskretionärer Entscheidungsspielraum für die Unternehmensleitung, der genutzt werden kann, eigene Interessen zu verfolgen, auch wenn dazu Investitionen in Projekte mit negativem Kapitalwert erforderlich sind.

Die Bewertung der alten Aktien am Kapitalmarkt wird sich unter den genannten Überlegungen also zunächst in Höhe von P' gemäß (16) einstellen, unabhängig von der tatsächlichen Verwendung des Emissionserlöses. Da dieser Preis über dem Wert vor der Emission

der Tracking Stocks liegt, ist somit auch der regelmäßig zu beobachtenden positive Ankündigungseffekt einer Tracking-Stock-Emission zu erklären. Wenn der Emissionserlös dann aber in unvorteilhafte Projekte investiert wird, dürfte dies dem Kapitalmarkt jedoch auch nicht ewig verborgen bleiben. Zu einem späteren Zeitpunkt wird deutlich werden, dass die zu erwartenden Gewinne im Unternehmensbereich A nicht in dem Umfang gestiegen sind, wie es bei vorteilhafter Verwendung der Mittel angemessen wäre. Schließlich wird sich eine negative Kursreaktion einstellen. Mittels dieser Überlegung könnte also die verschiedentlich in empirischen Untersuchungen dokumentierte „langfristige“ Underperformance von Unternehmen, die Tracking Stocks emittiert haben, erklärt werden (vgl. Kap. 3).

4.2 Kapitalallokation in der Unternehmung

Der uneingeschränkte Fortbestand eines internen Kapitalmarktes wird als ein Argument für die fiktive Aufspaltung einer Unternehmung mittels der Emission von Tracking Stocks insbesondere im Vergleich zu einem Spin off oder Carve outs angeführt.³¹ Die Unternehmensleitung hat weiterhin die Möglichkeit, die in den einzelnen Geschäftseinheiten erwirtschafteten Cashflows umzuverteilen, d.h. für Investitionszwecke in einem Bereich mehr und in einem anderen Bereich weniger als die dort originär verfügbaren Mittel bereit zu stellen.

Die Literatur zeigt jedoch, dass die Vorteilhaftigkeit eines internen Kapitalmarktes nicht uneingeschränkt belegt werden kann.³² Entscheidend ist, welche Aspekte in der (theoretischen) Analyse in den Vordergrund gestellt werden. Ein interner Kapitalmarkt kann je nach den besonderen Bedingungen in der Unternehmung sowohl vorteilhaft als auch nachteilig sein. Dies lässt sich zunächst für den Fall festhalten, dass die Unternehmung nur eine Aktiengattung emittiert hat. Wenn jedoch durch die Emission von Tracking Stocks eine fiktive Aufspaltung der Unternehmung erfolgt ist, resultieren schon unter recht allgemeinen Bedingungen Probleme und Ineffizienzen aus der Existenz eines internen Kapitalmarktes. Diese wären durch eine einheitliche Eigenkapitalfinanzierung, d.h. ohne Tracking Stocks, vermeidbar.

³¹ Vgl. Haas 1999a, S. 4 oder Natusch, 1997, S. 1144.

³² Siehe z.B. Gertner/Scharfstein/Stein, 1994; Stein, 1997; Neus, 2000; Inderst/Laux, 2001.

Es ist offensichtlich, dass die Inhaber von Tracking Stocks geschädigt werden können, wenn die Unternehmensleitung der Tracked Unit Kapital entzieht, um dieses einem anderen Bereich der Unternehmung zur Verfügung zu stellen, ohne dass hierfür eine angemessene Kompensation erfolgt. Und selbst wenn eine Kompensation vereinbart wird, z.B. in Form einer Verzinsung, kann im konkreten Einzelfall nur schwer von außen beurteilt werden, ob diese tatsächlich angemessen ist. Vermögensumverteilungen zwischen den Inhabern der verschiedenen Aktiengattungen sind somit nicht auszuschließen.

Darüber hinaus gibt es ein weniger offensichtliches Problem. Allein aufgrund der Tatsache, dass nach der Emission von Tracking Stocks mehr als eine Aktiengattung existiert, ist eine weniger effiziente Allokation über den internen Kapitalmarkt zu erwarten. Zu einer (zusätzlichen) Ineffizienz kommt es, wenn die Unternehmensleitung ein gegebenes Investitionsbudget auf die verschiedenen Geschäftseinheiten verteilt und dabei vorrangig die Auswirkungen auf den Marktwert *einer* Aktiengattung statt auf die Gesamtheit aller Aktien berücksichtigt. Welche Geschäftseinheit in dieser Hinsicht mehr und welche weniger im Fokus der Unternehmensleitung steht, ist dabei unerheblich. Man könnte aber z.B. vermuten, dass sich die Unternehmensleitung in erster Linie an den Interessen der Aktionäre orientiert, bei denen die Mehrheit der Stimmrechte liegt.

Zur Verdeutlichung der durch die fiktive Aufspaltung der Unternehmung bei Existenz von Tracking Stocks bedingten Verschlechterung der internen Kapitalallokation und der damit einhergehenden Wohlfahrtsverluste sei folgender Fall analysiert: Die Unternehmung besteht aus zwei Geschäftseinheiten, A und B, die jeweils durch Investitionen in Höhe von I_A bzw. I_B zusätzliche zukünftige Erfolge (Cashflows) erwirtschaften können. Der Barwert dieser zukünftigen Zahlungen betrage $PV_A(I_A)$ bei Geschäftseinheit A und $PV_B(I_B)$ bei B. Diese Funktionen stellen den Beitrag der Investitionstätigkeit zum Marktwert der jeweiligen Geschäftseinheit dar, wobei von positiven, abnehmenden Grenzerträgen auszugehen ist:

$$PV'_A(I_A) > 0, \quad PV''_A(I_A) < 0$$

$$PV'_B(I_B) > 0, \quad PV''_B(I_B) < 0$$

Insgesamt stehen der Unternehmensleitung Investitionsmittel in Höhe von $\bar{I}$ zur Verfügung. Diese stammen aus den Cashflows der beiden Geschäftseinheiten und zuvor durch-

geführten externen Finanzierungsmaßnahmen. (Dazu zählt auch die Emission von Tracking Stocks oder die Durchführung einer regulären Kapitalerhöhung.)

Es sei angenommen, dass die Unternehmensleitung bestrebt ist, den gesamten Betrag $\bar{I}$ in der Unternehmung zu investieren, selbst wenn gar nicht in entsprechendem Umfang vorteilhafte Projekte zur Verfügung stehen. Das heißt, es besteht möglicherweise ein Free-Cashflow-Problem³³ in dem Sinne, dass die Unternehmensleitung eigene Interessen verfolgt, die z.B. kurz mit dem Motiv des Empire-Building beschrieben werden können. Bei Existenz eines derartigen Fehlanreizes ist umgekehrt auch nicht ausgeschlossen, dass die Unternehmung insgesamt zu wenig Mittel für Investitionszwecke zur Verfügung hat. Das heißt, es können nicht alle vorteilhaften Investitionsprojekte finanziert werden, weil die internen Mittel zu gering sind und Kapitalgeber nicht zur Bereitstellung weiteren externen Kapitals in erforderlichem Umfang bewegt werden können.³⁴ Dies ist der Fall, wenn die Kapitalgeber befürchten müssen, einen bereits vorhandenen Free-Cashflow noch weiter aufzustocken, weil sie den Umfang der tatsächlich vorteilhaften Investitionsmöglichkeiten nicht beobachten können. Betrachtet man beide Fälle, so wird deutlich, dass das Investitionsbudget höchstens zufällig genau zur Finanzierung aller vorteilhaften Investitionsprojekte in der Unternehmung (und nur dieser) ausreicht. In aller Regel wird entweder zu viel oder zu wenig investiert.

Die Aufteilung eines *gegebenen* Investitionsbudgets auf die beiden Geschäftseinheiten hängt von der Finanzierungsstruktur der Unternehmung ab. Zur Verdeutlichung sei als Referenzfall zunächst die Entscheidung der Unternehmensleitung bei Existenz nur einer Aktiengattung betrachtet, d.h. wenn keine Tracking Stocks emittiert wurden. In dieser Situation richtet sich das Interesse der Unternehmensleitung annahmegemäß zunächst darauf, das gesamte verfügbare Budget zu investieren. Unter dieser Prämisse sei das Management jedoch bestrebt, den Marktwert der Unternehmung so weit wie möglich zu steigern. Das heißt, insbesondere profitiert die Unternehmensleitung durch Empire Building, außerdem aber auch durch eine Steigerung des Marktwertes, z.B. aufgrund entsprechender Entlohnungsbestandteile. Maximiert wird demzufolge der Marktwert V der gesamten Unternehmung

$$V = V_A + V_B = v_A + v_B + PV_A(I_A) + PV_B(I_B) - \bar{I} \rightarrow \max! \quad (18)$$

³³ Vgl. Jensen, 1986.

³⁴ Dieser Fall mit „negativem Free Cashflow“ ist bei Stulz, 1990 berücksichtigt.

- mit:
- V_i - Wert der Geschäftseinheit $i \in \{A, B\}$ nach Investition von I_i in diesem Bereich
 - v_i - Wert der bereits vorhandenen Aktiva der Geschäftseinheit $i \in \{A, B\}$, inklusive der liquiden Mittel, die für Investitionszwecke zur Verfügung stehen

unter der Nebenbedingung, dass das gesamte Investitionsbudget ausgeschöpft wird:

$$I_A + I_B = \bar{I}. \quad (19)$$

Dies impliziert, dass zwar insgesamt i.d.R. zu viel oder zu wenig investiert wird, die Mittel jedoch bedingt effizient alloziert werden. Aus dem Optimierungskalkül (18) folgt unter Berücksichtigung von (19):

$$PV'_A(I_A) = PV'_B(I_B). \quad (20)$$

In beiden Geschäftseinheiten wird jeweils soviel investiert, bis die Grenzerträge übereinstimmen. Eine Ineffizienz resultiert nur daraus, dass in beiden Bereichen die Grenzerträge entweder kleiner oder größer sind als die Grenzkosten einer zusätzlich investierten Geldeinheit, die sich aus Sicht der Kapitalgeber auf eins belaufen.

Eine davon abweichende Allokation ist jedoch zu erwarten, wenn jede Geschäftseinheit der Unternehmung durch Aktien einer besonderen Gattung „getrackt“ wird (virtuelle Aufspaltung). Die Ursache hierfür kann darin liegen, dass die Entlohnung der Unternehmensleitung relativ stärker an die Kursentwicklung einer bestimmten Aktiengattung gebunden ist, oder sie bemüht sein wird, sich vorrangig das Wohlwollen der Aktionäre zu sichern, die die Mehrheit der Stimmrechte inne haben.

Wie bereits in Kapitel 4.1 sei angenommen, dass die Geschäftseinheit A mit einem Anteil $1 - \alpha < 1$ an der Geschäftseinheit B beteiligt ist. Dies ist üblicherweise der Fall, wenn eine Unternehmung mit ursprünglich nur einer Aktiengattung Tracking Stocks emittiert hat, die den finanziellen Erfolg eines Teilbereiches, hier Geschäftsbereich B, abbilden sollen. Dabei wird i.d.R. keine 100%ige Beteiligung an dem Teilbereich emittiert. Die bereits vorher bestehenden Aktien der Unternehmung werden zu Tracking Stocks der Geschäftseinheit A, die ihrerseits eine „Beteiligung“ an B besitzt.

Wenn vor Emission von Tracking Stocks eine aktienkursabhängige Entlohnung der Unternehmensleitung vereinbart war, so wird diese nach erfolgter fiktiver Aufspaltung wahrscheinlich weiterbestehen. Die Bemessungsgrundlage für den erfolgsabhängigen Bestandteil der Entlohnung ist dann auch weiterhin der Kurs der gleichen Aktie, die jetzt aber nur noch einen Teil der Unternehmung „trackt“, nämlich Bereich A. Außerdem ist üblicherweise die Zahl der ausstehenden A-Aktien deutlich größer, so dass die Inhaber dieser Gattung die Mehrheit der Stimmrechte besitzen. Beide Überlegungen sprechen dafür, dass die Unternehmensleitung das gegebene Investitionsbudget vor allem zur Maximierung des Marktwertes der A-Aktien verwenden wird. Der Maximierungskalkül lautet dann

$$V_A + (1 - \alpha)V_B = v_A + PV_A(I_A) - I_A + (1 - \alpha)[v_B + PV_B(I_B) - I_B] \rightarrow \max! \quad (21)$$

wieder unter der Nebenbedingung

$$I_A + I_B = \bar{I}. \quad \text{vgl. (19)}$$

Implizit kommt in dem Maximierungskalkül (21) zum Ausdruck, dass hier von einer *unmittelbaren* Vermögensumverteilung, wie sie zu Beginn dieses Abschnitts diskutiert wurde, abgesehen wird. Wenn in einer Geschäftseinheit mehr investiert werden soll, als dort an Mitteln zur Verfügung steht, wird von dem anderen Bereich ein „interner Kredit“ zu fairen Konditionen zur Verfügung gestellt, d.h. die Kapitalüberlassung als solche wirkt sich weder marktwertsteigernd noch –mindernd aus. Relevant für die Aktionäre sind damit nur die aus der Investitionstätigkeit in Abhängigkeit von der Kapitalallokation resultierenden Effekte. Diese stellen sich wie folgt dar: Aus (21) folgt unter Berücksichtigung von (19) die Bedingung erster Ordnung für die (aus Sicht der Unternehmensleitung) optimale Kapitalallokation:

$$PV'_A(I_A) - 1 + (1 - \alpha)[1 - PV'_B(I_B)] = 0 \quad (22)$$

und damit

$$\text{a) } PV'_A(I_A) < PV'_B(I_B) \quad \text{für } 1 < PV'_A(I_A),$$

oder

$$\text{b) } PV'_A(I_A) > PV'_B(I_B) \quad \text{für } 1 > PV'_A(I_A).$$

Im Fall a) stehen insgesamt zu wenig Mittel für Investitionszwecke zur Verfügung, im Bereich A wird die Investitionstätigkeit jedoch näher an die Effizienzgrenze herangeführt, d.h. die Unterinvestition im Bereich A ist geringer als in B. Dies folgt aus der Annahme eines abnehmenden Grenzertrags ($PV''_i(I_i) < 0$). Umgekehrt stehen im Fall b) insgesamt zu viele Mittel zur Verfügung, mit der Folge, dass in beiden Bereichen auch zu viel investiert wird. Die Überinvestition ist im Bereich A jedoch geringer als im Bereich B.

In beiden Fällen wird also im Bereich A in geringerem Umfang von dem optimalen Investitionsvolumen, dass implizit durch $1 = PV'_i(I_i)$ bestimmt ist, abgewichen. Dies erklärt sich unmittelbar aus der Tatsache, dass die Unternehmensleitung aus den o.g. Gründen nach der Emission von Tracking Stocks ein höheres Gewicht auf die Maximierung des Marktwertes der A-Aktien legt. Insgesamt resultiert jedoch ein Wohlfahrtsverlust, da von der bedingt optimalen Kapitalallokation (vgl. (20)) abgewichen wird. Der Verlust der B-Aktionäre ist größer als der Gewinn der A-Aktionäre.

Diese Überlegungen galten für den Fall eines *gegebenen* Investitionsbudgets. Es wurde gezeigt, dass bei Existenz von mehr als einer Aktiengattung (mit Tracking Stocks) ein *gegebener* Kapitalbetrag insgesamt weniger vorteilhaft als im Fall mit nur einer Aktiengattung (ohne Tracking Stocks) alloziert wird. Diese Analyse ist damit komplementär zur Betrachtung im Abschnitt 4.1, in dem die Verwendung des *zusätzlichen* Kapitals aus der Emission von Tracking Stocks von Interesse war.

4.3 Allokation der Verfügungsrechte

Eine Besonderheit der fiktiven Aufspaltung einer Unternehmung durch Wahl einer Tracking-Stock-Struktur besteht darin, dass unterschiedliche Cashflow-bezogene Rechte geschaffen werden, die Verfügungsrechte über die Aktiva der Unternehmung aber weiterhin ungeteilt allen Aktionären zustehen. Die Inhaber einer Aktiengattung können nicht allein die Verfügungsgewalt über den ihnen zugeordneten Geschäftsbereich ausüben, da auch die übrigen Aktionäre mittels ihrer Stimmrechte Einfluss auf die Belange des betreffenden Bereiches nehmen können. Prinzipiell besitzen alle Aktien, unabhängig davon, welchen Bereich der Unternehmung sie „tracken“ das gleiche Stimmrecht, und alle Aktionäre stimmen gemeinsam über die Belange der gesamten Unternehmung ab.^{35,36}

³⁵ Vgl. Haas, 1999b, S. 5.

Diese Allokation der Verfügungsgewalt ist problematisch. Naheliegend ist die Befürchtung, dass die Inhaber einer Aktiengattung, die die erforderliche Mehrheit der Stimmrechte auf sich vereinigen, beispielsweise eine Satzungsänderung beschließen könnten, durch welche sie selbst begünstigt, die übrigen Aktionäre aber geschädigt werden. Sofern ein solcher Beschluss nicht offensichtlich und vor Gericht beweisbar zu einer Schädigung führt, können sich die Minderheitsaktionäre kaum gegen derartige Gefahren schützen.

Besonders bemerkenswert ist ein weiteres, vielleicht weniger offensichtliches Problem der fiktiven Aufspaltung: Eine in Zukunft möglicherweise vorteilhafte *reale* Aufspaltung der Unternehmung wird unter Umständen verhindert.

Eine reale Aufspaltung erfolgt z.B., indem ein Unternehmensbereich an eine andere Unternehmung oder einen anderen (Groß-) Investor veräußert wird. Dieser Sell off ist vorteilhaft, wenn der Unternehmensteil unter dem neuen Eigentümer einen höheren Wert hat oder dieser höhere Synergieeffekte als im bisherigen Unternehmen zu realisieren vermag. Der Verkauf kommt aber nur zustande, wenn die Mehrheit aller Aktionäre zustimmt, nicht nur die Mehrheit der Inhaber der Aktien, die als Tracking Stocks an den fraglichen Unternehmensteil geknüpft sind. Sofern aber die übrigen Aktionäre entweder von Synergieeffekten zwischen dem zur Disposition stehenden Bereich und dem Rest der Unternehmung profitieren oder aber einen „Privat benefit“ aus der „großen“ Unternehmung ziehen, werden sie dem Verkauf nicht unbedingt zustimmen, selbst wenn dieser insgesamt vorteilhaft ist. Somit scheitert der Verkauf, wenn die Inhaber der Tracking Stocks auf den fraglichen Bereich nicht die Mehrheit in der gesamten Unternehmung haben.

Zur Verdeutlichung sei ein einfaches Zahlenbeispiel betrachtet: Die Unternehmung besteht aus zwei Bereichen, A und B, wobei auf den Bereich B Tracking Stocks emittiert wurden. Der Wert des Bereiches B als Teil der Unternehmung beläuft sich auf $V_B = 50$. Die Aktionäre des Bereiches A sind an B mit einem Anteil von $1 - \alpha = 0,75$ (Retained Interest) beteiligt und profitieren außerdem über Synergieeffekte oder in Form eines Privat benefit in Höhe von $\beta = 20$, solange B zusammen mit dem Bereich A eine Unternehmung oder einen Konzern bildet. An dem Bereich B ist ein anderes Unternehmen interessiert, das dafür einen Preis von $P = 75$ zahlen würde. Insgesamt wäre der Verkauf an diesen Bieter vorteilhaft, da

³⁶ Dabei ist für die weiteren Überlegungen unerheblich, ob auf jede Aktie genau eine Stimme entfällt, oder ob verschiedene Aktiengattungen sich hinsichtlich der Anzahl der Stimmrechte je Akte unterscheiden.

$$P > V_B + \beta \Leftrightarrow 75 > 70. \quad (23)$$

Die A-Aktionäre würden dem Verkauf aber nur zustimmen, wenn sie dadurch einen Vorteil erlangen, d.h. wenn $(1-\alpha)P > (1-\alpha)V_B + \beta$. Diese Bedingung ist hier jedoch nicht erfüllt. Für die A-Aktionäre ist der Verkauf der Tracking Unit B unvorteilhaft, da

$$(1-\alpha)P < (1-\alpha)V_B + \beta \Leftrightarrow 56,25 < 57,5 \quad (24)$$

gilt. Der Verkauf, welcher der Gesamtheit der Aktionäre der Unternehmung einen Vorteil bringen würde, kommt somit nicht zustande, wenn die A-Aktionäre die Mehrheit der Stimmrechte auf sich vereinigen. Dies ist üblicherweise der Fall, da eine einzelne Tracked Unit zumeist recht klein im Vergleich zu der gesamten Unternehmung ist und zudem nur ein Anteil α an dieser überhaupt in Form von Tracking Stocks gehandelt wird. Demzufolge ist der Stimmrechtsanteil der Inhaber dieser Tracking Stocks regelmäßig gering.

Offenbar besteht für jedes $1-\alpha < 1$ die Gefahr, dass sich die Mehrheitsaktionäre gegen den an sich vorteilhaften Verkauf einer Tracked Unit aussprechen. Zu dem aufgezeigten Problem mit einer ineffizienten Ablehnung des Verkaufs kommt es, wenn

$$V_B + \frac{\beta}{1-\alpha} > P > V_B + \beta. \quad (25)$$

Diese Situation kann genau dann eintreten, wenn der Retained Interest $1-\alpha$ kleiner als eins ist, was gleichbedeutend damit ist, dass der komplementäre Anteil α in Form von Tracking Stocks gehandelt wird. Die Existenz von Tracking Stocks und die damit verbundene fiktive Aufspaltung der Unternehmung ist also ursächlich für die Gefahr, dass eine vorteilhafte reale Aufspaltung nicht zustande kommt. Wenn hingegen nur eine einzige Aktiengattung der Unternehmung existiert, werden die Aktionäre genau dann dem Verkauf einer Geschäftseinheit zustimmen, wenn dieser vorteilhaft ist, d.h. wenn $P > V_B + \beta$.

Verantwortlich für das hier aufgezeigte Problem ist, dass die Inhaber von Tracking Stocks die Verfügungsgewalt an dem sie interessierenden Unternehmensbereich mit den Inhabern der anderen Aktiengattungen teilen müssen. Je geringer deren Anteil am „getrackten“ Bereich ist, desto eher besteht die Gefahr, dass sie ihre Verfügungsrechte in Form von ineffizienten Entscheidungen nutzen.

Es wäre aber auch keine Lösung, den Inhabern der Tracking Stocks allein die Verfügungsgewalt über ihren Bereich zuzugestehen. Denn dann besteht die Gefahr, dass diese einen

Verkauf ihrer Geschäftseinheit vornehmen, der unter Berücksichtigung der Auswirkungen auf die Vermögensposition der übrigen Aktionäre ineffizient ist. Beispielsweise würden die Inhaber der Tracking Stocks Synergieeffekte nicht (vollständig) in ihren Kalkül einbeziehen.

Letztlich besteht die einzige robuste Lösung zur Verhinderung von Ineffizienzen im Zusammenhang mit der Ausübung von Verfügungsrechten darin, auf die Emission von Tracking Stocks zu verzichten, so dass nur eine Aktiengattung existiert, auf die alle Cashflow-Rechte und alle Verfügungsrechte entfallen.

5. Zusammenfassung

Wir haben mit diesem Aufsatz verdeutlicht, dass eine auf den ersten Blick attraktiv wirkende fiktive Abspaltung eines Unternehmensteils mittels einer Emission von Tracking Stocks bei genauerem Hinsehen durchaus auch (beträchtliche) Nachteile mit sich bringen kann. Der erhofften Marktwertsteigerung durch Aufdeckung des „Hidden value“ des Unternehmens infolge einer zielgruppenspezifischen Informationspolitik in Verbindung mit der Möglichkeit, sich gemäß seinen Präferenzen an nur einem Unternehmensteil zu beteiligen, stehen eine Reihe von Gefahren und Problemen gegenüber.

Neben der relativ offensichtlichen Gefahr einer direkten Vermögensumverteilung zwischen den Aktionärsgruppen durch die einen Unternehmensteil bevorzugende Allokation von Ressourcen besteht zudem, wie wir an einem einfachen Modell gezeigt haben, die weniger offensichtliche Möglichkeit einer Vermögensumverteilung mittels der Dividendenpolitik.

Des Weiteren kann die Emission von Tracking Stocks auf mehreren Ebenen zu Wohlfahrtsverlusten führen. So entstehen Wohlfahrtsverluste bei einer Kapitalerhöhung mittels der Emission von Tracking Stocks, wenn der Emissionserlös zwar den „Hidden Value“ widerspiegelt und so zunächst Marktwert steigernd wirkt, dieser Effekt jedoch (langfristig) von einer ineffizienten Investitionspolitik überkompensiert wird. Bei einem Vergleich der Fälle mit und ohne Tracking Stocks wurde gezeigt, dass die Allokation eines gegebenen Investitionsbudgets bei Existenz von Tracking Stocks derjenigen bei Existenz nur einer Aktiengattung unterlegen sein dürfte. Schließlich können Wohlfahrtsverluste durch die Schaffung verschiedener Cashflow-Rechte bei im Prinzip gleichen sonstigen Verfügungsrechten aller Aktionäre entstehen. So können die Vermögenspositionen der Inhaber von Tracking Stocks unmittelbar zu Gunsten der Mehrheitsaktionäre beeinträchtigt werden.

Weiterhin können effiziente Restrukturierungen der Unternehmung, wie z.B. die Veräußerung eines Unternehmensteils unterbleiben.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass eine Emission von Tracking Stocks keinen Königsweg für unterbewertete Konglomerate darstellt. Der Versuch durch eine nur fiktive Aufspaltung der Unternehmung Vorteile und Effizienzgewinne zu realisieren, ist gerade deshalb kritisch zu sehen, weil die fehlende klare Trennung Raum für zusätzliche Fehlanreize und Ineffizienzen schafft. Insgesamt legen unsere Überlegungen also die Empfehlung nahe, dass in aller Regel entweder eine reale Aufspaltung mittels Spin off oder Carve out oder aber die Beibehaltung der Unternehmenseinheit mit nur einer Aktiengattung der Emission von Tracking Stocks vorzuziehen ist.

Wir glauben außerdem, dass die Schlussfolgerungen aus unserer Analyse von Tracking Stocks in folgender Hinsicht verallgemeinerungsfähig sind: Wenn komplexe Strukturen in der Finanzierung gewählt werden, mögen damit durchaus Vorteile verbunden sein. Gleichzeitig wird aber zumeist auch Raum für Fehlanreize und Ineffizienzen in anderen Bereichen geschaffen. Gelingt es nicht, das Überwiegen der Vorteile nachzuweisen, kann die Vermutung, dass die komplexen Strukturen eher den Interessen Einzelner dienen oder vor allem Vermögensumverteilungen zwischen verschiedenen Gruppen von Kapitalgebern begünstigen, nicht von der Hand gewiesen werden. So könnte z.B. vermutet werden, dass in einigen Fällen Tracking Stocks vor allem deshalb emittiert wurden, um die hohe und vermutlich auch zu hohe Bewertung bestimmter Branchen an der Börse in der Boom-Zeit der jüngeren Vergangenheit auszunutzen.

Literatur

- Bartlett, Joseph W.: Venture Capital – Law, Business Strategies, and Investment Planing, 1988.
- Baums, Theodor: Spartenorganisation, “Tracking Stock” und deutsches Aktienrecht, in: Ebenroth, Carsten Thomas/Hesselberger, Dieter/Rinne, Manfred Eberhard (Hrsg.), Verantwortung und Gestaltung, Festschrift für Karlheinz Boujong, 1996, S. 19-35.
- Berger, Philip G./Ofek, Eli: Diversification’s Effect on Firm Value, in: Journal of Financial Economics, vol. 37 (1995), S. 39 – 65.
- Billett, Matthew T./Maurer, David C.: Diversification and the Value of Internal Capital Markets: The Case of Tracking stock, in: Journal of Banking and Finance, vol. 24 (2000), S. 1457-1490.
- Billett, Matthew T./Vijh, Anand M.: The Market Performance of Tracking Stocks, Working Paper, University of Iowa, 2001.
- Brealey, Richard A./Myers, Stewart C.: Principles of Corporate Finance, New York: McGraw Hill, 2000.
- Breuer, Wolfgang: Finanzierungstheorie, Wiesbaden: Gabler, 1998.
- Chemmanur, Thomas J./Paeglis, Imants: Why Issue Tracking Stock? Working Paper, Carroll School of Management, Boston College, 2000.
- Gereth, Bettina/Schulte, Karl-Werner: Mezzanine Finanzierung, Bergisch Gladbach, Köln, Josef Eul, 1992.
- Gertner, Robert H./Scharfstein, David S./ Stein, Jeremy, C.: Internal versus External Capital Markets, in: Quarterly Journal of Economics, vol. 109 (1994), S. 1211-1230.
- Elder, John/Westra, Peter: The Reaction of Security Prices to Tracking Stock Announcements, Working Paper, Middlebury College, 1999.
- Elsas, Ralf/Löffler, Yvonne: Equity Carve-Outs and Corporate Control in Germany, Working Paper, Universität Frankfurt, 2001.
- Ewert, Ralf/Wagenhofer, Alfred: Interne Unternehmensrechnung, Berlin et al., Springer Verlag, 1997.
- Friedl, Markus J.: Ein Plädoyer für Tracking Stocks, in: Betriebsberater, 57. Jg. (2002), S. 1157-1164.

- Haas, Jeffrey J.: How Quantum, DLJ and Ziff-Davis are keeping on Track with „Tracking Stock“: Part I, Working Paper, The New York Law School, 1999a.
- Haas, Jeffrey J.: How Quantum, DLJ and Ziff-Davis are keeping on Track with „Tracking Stock“: Part II, Working Paper, The New York Law School, 1999b.
- Hass, Jeffrey, J.: Directorial Fiduciary Duties in a Tracking Stock Equity Structure: The Need for a Duty of Fairness, in: Michigan Law Review, vol. 94 (1996), S. 2089-2177.
- Inderst, Roman/Laux, Christian: Incentives in Internal Capital Markets: Capital Constraints, Competition, and Investment Opportunities, Working paper, Universität Mannheim 2001.
- Jensen, Michael C.: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: American Economic Review (P&P), vol. 76 (1986), S. 323-329.
- Kaserer, Christoph/Ahlers, Martin: Kursreaktionen anlässlich der Börseneinführung von Tochterunternehmen – Signaling oder verbesserte Unternehmenskontrolle im Konzern?, in: ZfbF, 52. Jg. (2000), S. 537-570.
- Lang, Larry H. P./Stulz, René M.: Tobin’s q, Corporate Diversification and Firm Performance, in: Journal of Political Economy, vol. 102 (1994), S. 1248 – 1280.
- Miller, Merton H./Modigliani, Franco: Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, in: Journal of Business, vol. 34 (1961), S. 411-433.
- Modigliani, Franco/Miller, Merton H.: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investments, in: American Economic Review, vol. 48 (1958), S. 261-297.
- Natusch, Ingo: „Tracking Stock“ als Instrument der Beteiligungsfinanzierung diversifizierter Unternehmen, 1995.
- Natusch, Ingo: Neue Wege der Beteiligungsfinanzierung deutscher Unternehmen durch die Ausgabe von „Tracking Stocks“?, in: Der Betrieb, vol. 50 (1997), S. 1141 – 1148.
- Neus, Werner: Zur Bildung von Konzernen – Eine Analyse auf Basis unvollständiger Verträge, in: Franz, Wolfgang et al. (Hrsg), Ökonomische Analyse von Verträgen, Tübingen: Mohr Siebeck, 2000, S 54-91.

- Nippel, Peter: Finanzierung, in: Berndt R.; Fantapié-Altobelli, C. und Schuster, P. (Hrsg.):
Springers Handbuch der Betriebswirtschaftslehre, Band 2, Berlin: Springer, 1998.
- Rajan, Raghuram/Servaes, Henri/Zingales, Luigi: The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment, in: The Journal of Finance, vol. LV (2000), S. 35 - 80.
- Serfling, Klaus/Pape, Ulrich: Financial Engineering am Beispiel von Aktienanleihen, in: Finanz Betrieb, 6/2000, S. 388 – 393.
- Stein, Jeremy C.: Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources, in: Journal of Finance, vol. 52 (1997), S. 111-133
- Steiner, Manfred/Natusch, Ingo: Tracking Stocks – innovatives Instrument der Beteiligungsfinanzierung, in: Die Bank, 10/1996, S. 580 - 585.
- Stulz, René M.: Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, in: Journal of Financial Economics, vol. 26 (1990), S. 3-27.