

**Schriftenreihe Controlling**

**Harald Hasselmann**

**Going Public von  
Tochtergesellschaften**

**Verlag Wissenschaft & Praxis**



## Going Public von Tochtergesellschaften

# **Schriftenreihe Controlling**

Herausgeber:

Professor Dr. Klaus Serfling  
Technische Universität Berlin

**Band 7**

Harald Hasselmann

# Going Public von Tochtergesellschaften

Unternehmensfinanzierung und  
Unternehmenswertsteigerung

Verlag Wissenschaft & Praxis



CIP-Titelaufnahme der Deutschen Bibliothek

**Hasselmann, Harald:**

Going Public von Tochtergesellschaften : Unternehmensfinanzierung und Unternehmenswertsteigerung / Harald Hasselmann. –  
Sternenfels ; Berlin : Verl. Wiss. und Praxis, 1997

(Schriftenreihe Controlling ; Bd. 7)

Zugl.: Berlin, Techn. Univ., Diss., 1996

ISBN 3-89673-014-2

NE: GT

D 83

ISBN 3-89673-014-2

© Verlag Wissenschaft & Praxis

Dr. Brauner GmbH 1997

Nußbaumweg 6, D-75447 Sternenfels

Tel. 07045/930093 Fax 07045/930094

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany

# Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde vom Fachbereich Wirtschaft und Management der Technischen Universität Berlin als Dissertation angenommen. Ihre Durchführung wäre ohne die fachliche Diskussion mit anderen Personen schwer vorstellbar gewesen. Es ist mir daher an dieser Stelle ein besonderes Anliegen allen zu danken, die mich in unterschiedlichster Weise unterstützt haben.

Zunächst gilt mein Dank meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Klaus Serfling. Durch die Übernahme der Betreuung sowie seine hilfreichen Anregungen während der Arbeit wurden die wesentlichen Grundlagen der Arbeit geschaffen.

Ich danke auch Herrn Prof. Dr. Axel von Werder für die Übernahme des Koreferates. Ferner bin ich meinen Freunden für diverse Anregungen und ihre Hilfsbereitschaft sehr verbunden.

Mein größter Dank gebührt jedoch meiner Familie. Sie hat mir stets alle notwendigen Freiräume und Unterstützung gewährt und somit die Voraussetzungen für diese Arbeit geschaffen.

Berlin, im Januar 1997

Harald Hasselmann



<b>Inhaltsverzeichnis</b>	<b>Seite</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	12
<b>Tabellenverzeichnis</b> .....	13
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	14
<b>Formelverzeichnis</b> .....	17
<b>Teil I: Einleitung</b> .....	18
<b>1. Problemstellung</b> .....	18
<b>2. Zielsetzung</b> .....	19
<b>3. Aufbau und Abgrenzung der Untersuchung</b> .....	21
<b>Teil II: Grundlagen des Going Public</b> .....	23
<b>1. Definition und Status Quo</b> .....	23
<b>2. Einordnung des Going Public</b> .....	26
2.1. Going Public zur Finanzierung .....	26
2.1.1. Kapitalmarkt als Grundlage der Eigenkapitalfinanzierung .....	26
2.1.2. Abgrenzung zu weiteren Eigenkapitalemissionen .....	29
2.1.2.1. Listing .....	29
2.1.2.2. Internationale Emission .....	32
2.2. Going Public zur Wertsteigerung .....	33
2.2.1. Wertsteigerungseffekte .....	33
2.2.2. Meßbarkeit der Steigerung .....	36
2.2.2.1. Der Kurs als Wertsteigerungskennzahl .....	36
2.2.2.2. Zur Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes .....	37
2.2.2.3. Schaffung von Markttransparenz durch Investor Relations .....	43
2.3. Zusammenfassung .....	46
<b>Teil III: Der Unternehmenswert als Grundlage           von Wertsteigerungsstrategien</b> .....	47
<b>1. Der Unternehmenswert anhand bisheriger Verfahren</b> .....	47
1.1. Die Notwendigkeit der Unternehmenswertbestimmung .....	47
1.2. Der Wertbegriff .....	48
1.3. Das Ertragswertverfahren .....	50
1.3.1. Ermittlung .....	50
1.3.2. Exkurs: Annahme der Vollausschüttung .....	52
1.3.3. Bewertung .....	53



1.4. Andere Verfahren .....	55
1.4.1. Der Substanzwert .....	55
1.4.2. Der Liquidationswert .....	58
1.4.3. Der Mittelwert .....	59
1.4.4. Multiplikatorenverfahren .....	59
1.5. Zusammenfassung .....	60
<b>2. Der Unternehmenswert durch neuere Verfahren .....</b>	<b>61</b>
2.1. Die Unzulänglichkeit der bisherigen Wertgrößen .....	61
2.2. Die Aussagefähigkeit des Cash-flow .....	63
2.2.1. Ermittlung und Bewertung des Cash-flow .....	63
2.2.2. Ermittlung und Bewertung des Free Cash-flow .....	65
2.3. Das Discounted Cash-flow Konzept als Unternehmenswert .....	68
2.3.1. Ermittlung .....	68
2.3.2. Die Beeinflussung des Unternehmenswertes durch die Wertgeneratoren .....	74
2.4. Bewertung und Zusammenfassung .....	77
<b>3. Unternehmenswertsteigerung durch Ausrichtung am Shareholder Value .....</b>	<b>80</b>
3.1. Veränderte Rahmenbedingungen .....	80
3.2. Der Shareholder Value zur Strategieentwicklung .....	83
3.3. Wertsteigerung durch Optimierung der Unternehmensgröße .....	86
3.3.1. Definition der Diversifikation .....	86
3.3.2. Wertsteigerung durch Diversifikation .....	88
3.3.3. Wertvernichtung durch Diversifikation .....	92
3.3.4. Forschungsergebnisse .....	94
3.3.5. Konsequenzen .....	98
3.3.5.1. Bestimmung der optimalen Unternehmensgröße .....	98
3.3.5.2. Konzentrierung auf Kernkompetenzen durch Verkauf von Unternehmensteilen .....	101
3.4. Zusammenfassung .....	106

<b>Teil IV: Die Strategie des Going Public von Tochtergesellschaften als Konsequenz des Shareholder Value Prinzips .....</b>	<b>108</b>
<b>1. Going Public von Tochtergesellschaften: Durchführung .....</b>	<b>108</b>
1.1. Grundlegende Anmerkungen.....	108
1.2. Schaffung der unternehmensorganisatorischen Voraussetzungen .....	109
1.2.1. Der Konzern .....	109
1.2.2. Konzernformen .....	113
1.2.2.1. Der Stammhauskonzern .....	113
1.2.2.2. Die Holding .....	114
1.2.2.2.1. Struktur der Holding .....	114
1.2.2.2.2. Führungsholding als Zwischenholding .....	116
1.2.2.2.3. Finanz-Holding .....	118
1.2.2.2.4. Management-Holding .....	119
1.2.3. Bewertung unter Going Public-Möglichkeiten .....	122
1.2.4. Darstellung der Unternehmen: Unternehmensform .....	124
1.3. Unternehmensauswahl.....	125
1.3.1. Voraussetzungen zur Börseneinführung .....	125
1.3.2. Bestimmung der geeigneten Börsenkandidaten .....	127
1.3.3. Namensidentifizierung und Darstellung der Unternehmen: Gruppenzusatz.....	129
1.4. Preisbestimmung .....	131
1.4.1. Bestimmung des Emissionskurses .....	131
1.4.2. Underpricing .....	133
1.4.3. Darstellung der Unternehmen: Preisbestimmung .....	137
1.5. Bezugsrechtsausschluß .....	138
1.5.1. Funktion des Bezugsrechtes im Rahmen der Kapitalerhöhung .....	138
1.5.2. Ausschluß des Bezugsrechtes .....	140
1.5.2.1. Rechtliche und sachliche Rechtfertigung .....	140
1.5.2.2. Ausschluß des Bezugsrechtes bei Underpricing .....	143
1.5.2.3. Diskussion und Lösungsalternativen .....	143
1.5.3. Darstellung der Unternehmen: Bezugsrechtsausschluß .....	148
1.6. Aufrechterhaltung des unternehmerischen Einflusses.....	149
1.6.1. Restbeteiligung .....	149
1.6.2. Aktienart .....	151
1.6.3. Doppelmandate .....	153
1.6.4. Stimmrechtsbeschränkungen .....	155
1.6.5. Darstellung der Unternehmen: Einflußwahrung .....	156
1.7. Zusammenfassung .....	158

<b>2. Going Public von Tochtergesellschaften:</b>	
<b>Bewertung aus Aktionärsicht</b> .....	160
2.1. Vom Shareholder zum Stakeholder Value .....	160
2.2. Unterscheidung verschiedener Aktionärsgruppen .....	163
2.3. Diversifikation: Eigene oder fremde	
Portefeuillezusammenstellung .....	165
2.3.1. Ziel eines effizienten Portefeuilles .....	165
2.3.2. Individuelle versus unternehmerische Diversifikation .....	167
2.3.3. Neue Funktion der Holding .....	169
2.3.4. Darstellung der Unternehmen: Holdingfunktion .....	173
2.4. Interner versus externer Kapitalmarkt .....	173
2.5. Ausgleich von Eigentümer- und Verwaltungsinteressen .....	176
2.6. Zusammenfassung .....	179

<b>3. Going Public von Tochtergesellschaften:</b>	
<b>Bewertung aus Verwaltungssicht</b> .....	181
3.1. Erhöhung des DCF im Sinne einer	
direkten Unternehmenswertsteigerung .....	181
3.2. Wertsteigerung durch Verringerung des Holdingabschlages .....	184
3.3. Finanzierungseffekte .....	186
3.4. Gewinn- und Dividendensituation .....	188
3.4.1. Dividendenpolitik .....	188
3.4.2. Ausschüttungsgrundlage vor dem Going Public .....	190
3.4.3. Ausschüttungsgrundlage nach dem Going Public .....	193
3.4.4. Darstellung der Unternehmen: Ergebnisdarstellung .....	195
3.5. Organisationsoptimierung: Schaffung einer	
Personal Holding Company .....	195
3.6. Krisenfestigkeit und Schutz vor Übernahme .....	197
3.7. Motivation und Innovation .....	198
3.8. Zusammenfassung .....	199

<b>Teil V: Going Public von Tochtergesellschaften: Ermittlung der Wertsteigerung durch Kursveränderungen</b> .....	201
<b>1. Ziel der empirischen Untersuchung</b> .....	201
<b>2. Kurseffekte von Mutter- und Tochtergesellschaft</b> .....	206
2.1. Ermittlung der Kursveränderung .....	206
2.1.1. Datenzusammenstellung .....	206
2.1.2. Annahmen zur Preisbestimmung .....	209
2.1.3. Ermittlung der Überrenditen .....	211
2.1.4. Bestimmung der Gleichgewichtsrendite .....	213
2.1.4.1. Marktbereinigte Gleichgewichtsrendite .....	213
2.1.4.2. Markt- und risikobereinigte Gleichgewichtsrendite .....	213
2.1.4.3. Auswahl eines Preisbildungsmodells .....	217
2.2. Darstellung der Ergebnisse .....	220
2.3. Bisherige Forschungsergebnisse.....	225
2.4. Interpretation der Ergebnisse .....	227
2.5. Konsequenzen für Anleger und Emittenten .....	232
<b>Teil VI: Zusammenfassung</b> .....	234
<b>Anhang</b> .....	238
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	251

Abb. 1:	Durchschnittliche Gesamtkapitalaufnahme der Jahre 1989-1993 und prozentualer Anteil an Neuemissionen.....	25
Abb. 2:	Mögliche Strategien zur Wertsteigerung aus Eigentümersicht.....	35
Abb. 3:	Ermittlung des Free Cash-flow .....	66
Abb. 4:	Verwendung der betrieblichen Einzahlungen und Unterscheidung zwischen Operating und Free Cash-flow .....	68
Abb. 5:	Discounted Cash-flow Ermittlung .....	71
Abb. 6:	Cash-flow Erzielung, Kapitalkosten und Unternehmenswert .....	72
Abb. 7:	Bestimmung des Unternehmenswertes .....	73
Abb. 8:	Gesamtwert der Unternehmung .....	74
Abb. 9:	Wertsteigerungsnetzwerk .....	76
Abb. 10:	Ursachen von Verbund- und Synergievorteilen .....	90
Abb. 11a:	Bestimmung des optimalen Diversifikationspunktes $D^*$ .....	99
Abb. 11b:	Veränderung des optimalen Diversifikationspunktes $D^*$ .....	100
Abb. 12:	Spektrum der Diversifikation .....	100
Abb. 13:	Unternehmenswertsteigerung durch Veräußerung von Unternehmensteilen.....	102
Abb. 14:	Wertsteigerungspotentiale .....	105
Abb. 15:	Risikoreduzierung durch Diversifikation .....	167
Abb. 16a:	Der sofortige Anpassungsprozeß durch Überrenditen .....	207
Abb. 16b:	Der allmähliche Anpassungsprozeß durch Überrenditen .....	207
Abb. 17:	Die erwartete Rendite eines Wertpapiers in Abhängigkeit der Regressionskoeffizienten Alpha und Beta .....	216
Abb. 18a:	Marktbereinigte Überrendite der Muttergesellschaft .....	220
Abb. 18b:	Markt- und risikobereinigte Überrendite der Muttergesellschaft....	221
Abb. 19a:	Marktbereinigte Überrendite der Tochtergesellschaft .....	224
Abb. 19b:	Markt- und risikobereinigte Überrendite der Tochtergesellschaft ..	225

## **Tabellenverzeichnis**

**Seite**

Tabelle 1:	Möglichkeiten zur Umsetzung von Diversifikationsstrategien .....	86
Tabelle 2:	Veränderung des Aktionärsvermögens durch Diversifikation .....	97
Tabelle 3:	Darstellung der Unternehmen: Organisationsform .....	125
Tabelle 4:	Darstellung der Unternehmen: Gruppenzusatz .....	131
Tabelle 5:	Darstellung der Unternehmen: Preisbestimmung .....	138
Tabelle 6:	Darstellung der Unternehmen: Bezugsrecht für direkte Altaktionäre .....	149
Tabelle 7:	Darstellung der Unternehmen: Einflußwahrung .....	157
Tabelle 8:	Darstellung der Unternehmen: Holdingfunktion .....	173
Tabelle 9:	Darstellung der Unternehmen: Freiwillige Publikation (der MG) der Beteiligungsergebnisse .....	195
Tabelle 10:	Darstellung der Unternehmen: Konzernergebnis versus MG-Ergebnis .....	195
Tabelle 11:	Zusammenfassende Darstellung der Unternehmen .....	203
Tabelle 12:	Darstellung der wochenmäßigen Überrenditen .....	223

# Abkürzungsverzeichnis

## 1. Abkürzungen für Zeitschriften und Sammelwerke

BB .....	Der Betriebs-Berater
BFuP .....	Betriebliche Forschung und Praxis
BGHZ.....	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen; zitiert nach Band und Seite
DB .....	Der Betrieb
DBW .....	Die Betriebswirtschaft
DStR.....	Deutsches Steuerrecht
FAZ .....	Frankfurter Allgemeine Zeitung für Deutschland
HB .....	Handelsblatt
HBR .....	Harvard Business Review
HM .....	Harvard Manager
io .....	Industrielle Organisation
JfB .....	Journal für Betriebswirtschaft
JoB .....	Journal of Business
JoF.....	Journal of Finance
JoFE .....	Journal of Financial Economics
MM .....	Manager Magazin
ÖBA .....	Österreichisches Bank Archiv
ST.....	Schweizer Treuhänder
WiSt .....	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WISU .....	Wirtschaftsstudium
Wiwo.....	Wirtschaftswoche
Wpg.....	Die Wirtschaftsprüfung
ZBB .....	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfB .....	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF.....	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK.....	Zeitschrift für das gesamte Kredit- und Handelswesen
zfo .....	Zeitschrift für Planung und Organisation
ZHR .....	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP .....	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzrecht

## 2. Sonstige Abkürzungen

a. M.	am Main
Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft(en)
AktG	Aktiengesetz <sup>1</sup>
Anm. d. Verf.	Anmerkung des Verfassers
API	Abnormal Performance Index
AV	Anlagevermögen
BGBI	Bundesgesetzblatt zitiert nach Band und Seite
BGH	Bundesgerichtshof
BörsG	Börsengesetz
BörsZulV	Börsenzulassungs-Verordnung
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CF/ROI	Cash-flow/Return on Invest
Co.	Company
d.h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash-flow
Diss.	Dissertation
DM	Deutsche Mark
DVFA/SG	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung/Schmalenbach Gesellschaft
EStG	Einkommensteuergesetz
f.	folgende
ff.	fort folgende
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
gem.	gemäß
GmbH	Gesellschaft(en) mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
HFA	Hauptfachausschuß
HGB	Handelsgesetzbuch

---

<sup>1</sup> Alle Gesetzestexte beziehen sich auf den Stand von 1994.



Hrsg.	Herausgeber
i.d.R.	in der Regel
i.e.S.	im engeren Sinn
i.V.	in Verbindung
i.w.S.	im weiteren Sinn
IdW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
Jg.	Jahrgang
KG	Kommanditgesellschaft(en)
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MG	Muttergesellschaft(en)
Mio.	Million(en)
Mrd.	Milliarde(n)
Nr.	Nummer
NYSE	New York Stock Exchange
o.a.	oben angegebene(n)
o.V.	ohne Verfasser
OLS	Ordinary-Last-Squares
PHC	Personal Holding Company
Rz	Randziffer
S.	Seite
s.	siehe
SFR	Schweizer Franken
Sp.	Spalte
TG	Tochtergesellschaft(en)
u.a.	und andere/ unter anderem
UmwG	Umwandlungsgesetz
USA	United States of America
usw.	und so weiter
UV	Umlaufvermögen
v.	vom
Valcor	Value is core
Vgl.	Vergleiche
Vol.	Volume
WestLB	Westdeutsche Landesbank
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
z.B.	zum Beispiel
zugl.	zugleich

## Formelverzeichnis

$t=0$ .....	Zeitpunkt 0 (Anfangszeitpunkt)
$t=1$ .....	Zeitpunkt 1 (Endzeitpunkt)
$(R_{it})$ .....	Ist-Rendite
Kurs (it) .....	Ist-Börsenkurs
Kurs (it-1) .....	Börsenkurs der Vorperiode
$E()$ .....	Erwartungswert von
$E(R_{it})$ .....	Erwartungswert der eintretenden Rendite
$E(RM_t)$ .....	Erwartungswert der Rendite des Marktportefeuilles
$(AR_{it})$ .....	Abnormale Rendite (Überrendite)
$(AR_m)$ .....	Gleichgewichtete Mittelwerte der Überrenditen
$API_t$ .....	Abnormal Performance Index im Zeitablauf
$r_f$ .....	risikoloser Zinssatz
$\alpha, \beta$ .....	Regressionskoeffizienten Alpha, Beta
$\tan$ .....	Winkelgröße Tangens
$cov$ .....	Kovarianz
$s^2$ .....	Varianz
$\Sigma$ .....	Summe
$e$ .....	Störgröße e

# Teil I: Einleitung

## 1. Problemstellung

Politische und wirtschaftliche Rahmenbedingungen, die unternehmerisches Handeln beeinflussen, haben sich in den neunziger Jahren erheblich verändert und stellen die Unternehmen vor neue Herausforderungen. Eine Konzentration auf Ziele wie Gewinn und Liquidität wird für eine langfristige Unternehmenssicherung kaum ausreichend sein. Aktionäre fordern von ihren Unternehmen zunehmend auch eine Steigerung ihres anteiligen Vermögens. Eine Vernachlässigung von Aktionärsinteressen birgt die Gefahr, daß Aktionäre ihrem Unternehmen kein weiteres Investitionskapital zur Verfügung stellen. Aktienverkäufe als Zeichen einer Ablehnung der Unternehmenspolitik durch die Aktionäre kann zu niedrigeren Kursen, höheren Kapitalkosten und einem Absinken der Wettbewerbsfähigkeit führen. Daher müssen Strategien entwickelt werden, die durch die Ausschöpfung neuer Nutzen- und Erfolgspotentiale den Wert des Unternehmens langfristig steigern.

Die Strategien zur Unternehmenswertsteigerung können in verschiedenen Möglichkeiten bestehen. Eine finanzielle und organisatorische Gestaltungsmöglichkeit besteht in der Verbreiterung der Finanzierungsquellen durch ein Going Public von Aktiengesellschaften.

Börsennotierte Unternehmen, die diese Strategie bereits umgesetzt haben, werden aber auch nach ihrer Börseneinführung von den Aktionären durch weitere Forderungen nach einer Wertsteigerung vor neue Herausforderungen gestellt. In diesem Zusammenhang zeigt sich, daß die Größe eines Unternehmens nicht zwangsläufig mit einer Wert- und Kurssteigerung des Unternehmens verbunden sein muß. Die Vorteile eines Unternehmenswachstums durch Unternehmenszusammenschlüsse werden vom Management mitunter anders als von den Aktionären beurteilt. Insbesondere für Unternehmen mit verschiedenen Unternehmensbereichen kann eine Wertsteigerung weniger in einem Zusammenschluß, sondern in einer Trennung von Unternehmensbeteiligungen bestehen. Zu einem früheren Zeitpunkt getätigte Unternehmensakquisitionen werden wieder rückgängig gemacht.

Beispielhaft kann die Metallgesellschaft AG erwähnt werden, die anstatt einer vollständigen Trennung von Unternehmensteilen in den achtziger Jahren eine in Deutschland neue Möglichkeit der Wertsteigerung praktiziert hat und ihre Tochtergesellschaften (TG) an der Börse einführte. Statt eines vollständigen Verkaufes wurde nur eine anteilige Trennung der Unternehmensbeteiligungen vorgenommen. Eine Optimierung der Unternehmensgröße durch die Börsenein-

führung von TG hatte es bis zu diesem Zeitpunkt unter dem Aspekt der Wertsteigerung in Deutschland noch nicht gegeben. Die dieser Strategie zugrunde liegende Motivation geht über den reinen Liquiditätseffekt durch den Verkauf von Anteilen und die Aufdeckung stiller Reserven seitens der Muttergesellschaft (MG) hinaus. Das Going Public von TG läßt daher eine höhere Wertsteigerung als der vollständige Verkauf einer Unternehmensbeteiligung erwarten. Das Beispiel der Metallgesellschaft AG ist für eine weitere Untersuchung aber nicht geeignet, da, wenn auch aus anderen Gründen, die Metallgesellschaft AG einer Liquidation nur knapp entgangen ist und von einer langfristigen Wertsteigerung nicht gesprochen werden kann. Allerdings ist anzunehmen, daß der im Rahmen der Sanierung der Metallgesellschaft AG dann durchgeführte vollständige Verkauf bereits börsennotierter TG maßgeblich zu dem für die Sanierung notwendigen Liquiditätszufluß beigetragen hat.

Dem Beispiel der Metallgesellschaft AG sind bisher in Deutschland nur wenige Unternehmen gefolgt.<sup>1</sup> Daher ist es nicht verwunderlich, daß das Going Public von TG unter dem Aspekt der Wertsteigerung in einem sowohl theoretische als auch empirische Erkenntnisse verbindenden Zusammenhang wissenschaftlich bisher nicht gewürdigt wurde.

## **2. Zielsetzung**

Das Anliegen der vorliegenden Arbeit ist es, einen Beitrag zur aktionärsorientierten Unternehmensführung zu leisten. Es wird gezeigt, daß sowohl in der Theorie als auch bereits in einigen Großunternehmen die Ausrichtung der Unternehmensphilosophie am Aktionärsvermögen zu einer unternehmerischen Zielgröße geworden ist. Die Arbeit soll Aufschluß darüber ermöglichen, inwieweit eine auf dem Going Public basierende Strategie die Finanzierungs- und Wertsteigerungspotentiale eines Unternehmens gleichermaßen berücksichtigt. Anhand des Going Public von TG soll überprüft werden, ob sich der Unternehmenswert und damit auch der Börsenkurs der MG steigern läßt. Dafür muß zunächst eine Wertgröße entwickelt werden, die nicht nur das Unternehmen als Ganzes bewertet, sondern auch die wertmäßigen Auswirkungen einer Strategie verdeutlicht. Traditionelle Ansätze sind in diesem Zusammenhang nicht immer ausreichend und müssen durch andere Wertmaßstäbe ergänzt oder ersetzt werden.

---

<sup>1</sup> Vgl. Karsch (1993), S. 23. Auch in den USA gilt die Börseneinführung von TG eher als Ausnahme. Vgl. Copeland/Koller/Murrin (1990), S. 274.

Unter dem Aspekt der Unternehmenswertsteigerung soll die Strategie der Diversifikation durch Unternehmensakquisition untersucht werden. Konsequenzen der Diversifikationsanalyse können in einer Veränderung der Unternehmensgröße bestehen, die auch zu einem vollständigen oder anteiligen Verkauf führen kann. Letzteres bildet den Schwerpunkt der vorliegenden Arbeit. Das Going Public von TG als eine Form des anteiligen Verkaufes soll auf seinen Wertsteigerungscharakter hin untersucht werden.

Während das Going Public in seiner Grundform keine neue Finanzierungsmöglichkeit darstellt, soll das Going Public im Rahmen dieser Arbeit auf einer anderen Stufe des Unternehmens untersucht werden. Die Börseneinführung von TG bringt hinsichtlich ihrer Durchführung und Umsetzung im Vergleich zum (herkömmlichen) Going Public von MG andere Kriterien und Voraussetzungen zum Vorschein, die hier untersucht und analysiert werden sollen. Da die Zielvorstellungen, die hinter einem Going Public von TG stehen, von der jeweiligen Betrachtungsweise abhängen, wird die Bewertung der Börseneinführung sowohl aus Aktionärs- als auch aus Verwaltungssichtweise durchgeführt.

Ziel dieser Arbeit ist es aber nicht nur, eine theoretische Analyse der Börseneinführung von TG zu erarbeiten, vielmehr soll auch eine empirische Betrachtung erfolgen. Anhand von Kursveränderungen soll eine Wertveränderung durch die Börseneinführung beobachtet werden. Allerdings haben in Deutschland erst wenige Großunternehmen ihre TG an die Börse gebracht, so daß die zur Verfügung stehende Datenmenge als zu gering gelten muß, um Verallgemeinerungen zuzulassen. Eine längere Betrachtung muß, ebenso wie die Analyse einer größeren Anzahl von Unternehmen, späteren Arbeiten vorbehalten bleiben.

Die geringe Anzahl von MG, die ihre TG bisher an die Börse gebracht haben, ermöglicht aber andererseits eine fallbeispielartige Beschreibung der verschiedenen Gestaltungsmöglichkeiten.<sup>2</sup> Damit sollen zumindest tendenzielle Wertaussagen getroffen werden.

Die empirischen Aussagen, die sich aus der Bewertung der Börseneinführung ergeben, beruhen auf der Annahme, daß der Börsenkurs zumindest teilweise den gestiegenen Wert des Unternehmens wiederzugeben vermag. Wie zu zeigen sein wird, kann der Börsenkurs einer AG aber von Parametern abhängen, die sich

---

<sup>2</sup> Die untersuchten Unternehmen lassen sich in diversifizierte Großunternehmen und in Familiengesellschaften unterteilen. Die Auswertung der Unternehmensbetrachtungen erfolgt jeweils im Anschluß an die theoretischen Ausführungen. Eine ausführliche Darstellung der untersuchten Unternehmen findet sich im Anhang dieser Arbeit.