

# Kontakt- studium

in Zusammenarbeit

mit dem USW

Universitätsseminar der Wirtschaft

**Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.**

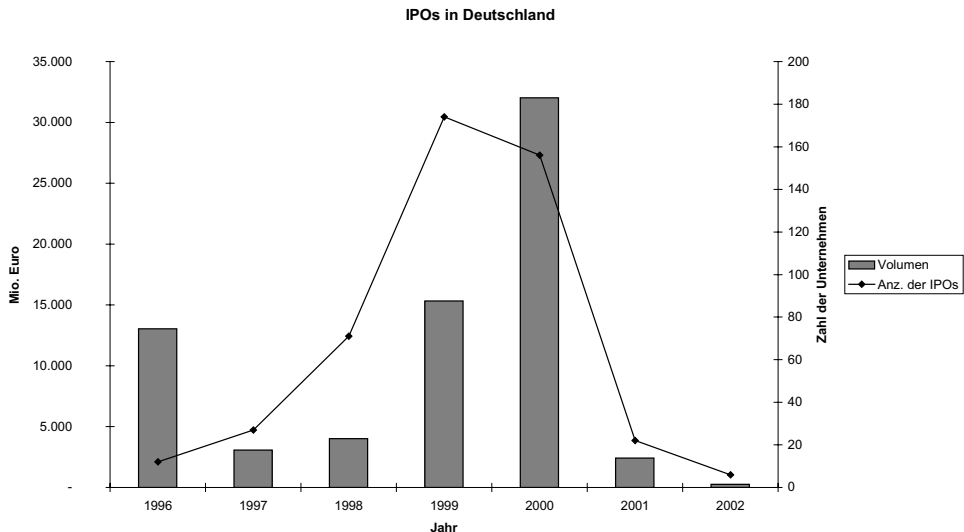
## **„Börsengänge von Konzerneinheiten – Handlungsempfehlungen des Arbeitskreises „Finanzierung“ auf Basis einer empirischen Untersuchung deutscher Equity Carve-Outs und Spin-Offs (1997–2000)“\***

\* Unter Mitarbeit von Prof. Dr. *Hermann Balzer*, FH Aachen (vormals: *Demag Ergotech GmbH*); Dipl.-Ökonom *Wolfgang Beynio*, *Henkel KGaA*, São Paulo; Dipl.-Ökonom *Christian Brütting*, *Ruhr-Universität Bochum*; Dipl.-Kfm. *Friedrich Dippel*, Essen; Dipl.-Volkswirt *Bernd Hobmann*, *Rubrgas AG*, Essen; WP/StB Dr. *Heinz Walter Kobl*, Leverkusen; Prof. Dr. *Stephan Paul*, *Ruhr-Universität Bochum*; Prof. Dr. *Walter Paul*, Wachenheim; Dr. *Hansfriedrich Sage*, Marl; Dr. *Marco Schröter*, *Schenker AG*, Essen; Prof. Dr. *Ulrich Steins*, Essen; Dr. *Verena Volpert*, *Bertelsmann AG*, Gütersloh. Die Veröffentlichung entstand auf Basis der Präsentation der Ergebnisse des *Arbeitskreises* durch Dr. *Verena Volpert* am 27. September 2001 auf dem 55. Deutschen Betriebswirtschaftler-Tag in Berlin. Der *Arbeitskreis* ist Dipl.-Ökonom *Christian Brütting* insoweit zu besonderem Dank verpflichtet, da er weite Teile der empirischen Studie entwickelt und den Entwurf dieser Veröffentlichung erstellt hat. Dadurch ist die Effizienz der Arbeit sehr gefördert worden.

## 1 „IphOria“ – und Ernüchterung

In den letzten sieben Jahren haben die deutschen Börsensegmente – beginnend mit dem Initial Public Offering (IPO)<sup>1</sup> der *Deutschen Telekom*<sup>2</sup> – eine rasante Entwicklung gezeigt. Der Verlauf von Platzierungsanzahl und -volumen weist seit 1996 das Profil einer Berg- und Talfahrt auf<sup>3</sup>:

Abbildung 1: IPOs in Deutschland 1996 – 2002



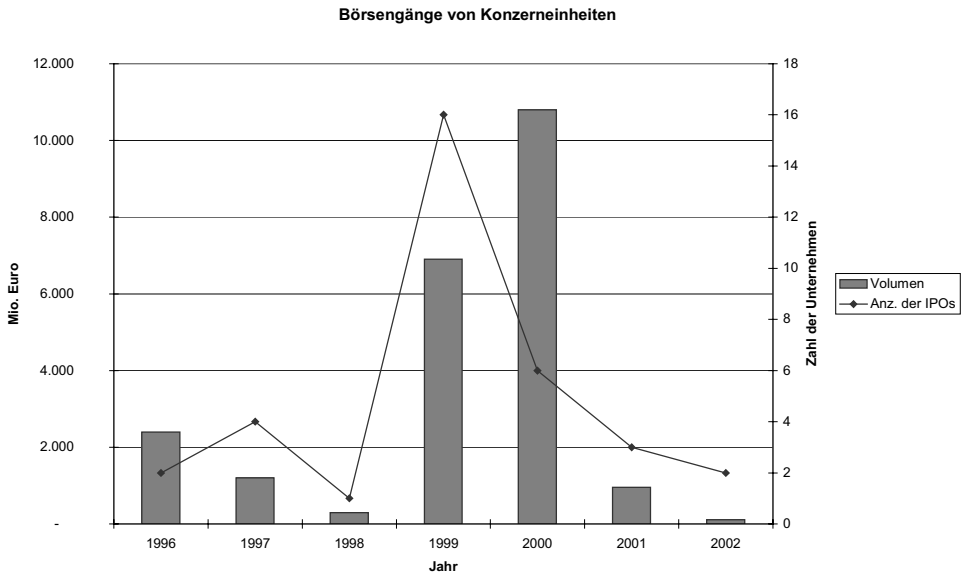
Während sowohl Emissionsanzahl als auch -volumen zwischen 1996 und 2000 markant zunahmen, ja diesbezüglich sogar von einigen Banken eine „IphOria“<sup>4</sup> konstatiert wurde, ist seit der allgemeinen Marktkorrekturphase in 2000/01 ein deutlicher Rückgang festzustellen.

So haben nach 156 Unternehmen (Emissionsvolumen: ca. 32 Mrd. Euro) in 2000, in 2002 nur noch 6 Unternehmen (Emissionsvolumen von rund 248 Mio. Euro) einen erstmaligen öffentlichen Verkauf ihrer Eigenkapitaltitel angestrebt<sup>5</sup>.

- 1 Die Begriffe „Initial Public Offering (IPO)“, „Going Public“ und „Börsengang“ bezeichnen den erstmaligen öffentlichen Verkauf von Aktien eines Unternehmens im Rahmen einer Börsenplatzierung. Sie werden im Folgenden synonym verwendet.
- 2 Vgl. u.a. die umfassende IPO-Fallstudie „*Deutsche Telekom*“ aus Sicht eines Insiders in *Reuschenbach* (2000).
- 3 Datenbasis: IPO-Datenbank der *Blättchen & Partner AG*, Leonberg. <http://www.blaettchen.de>, Stand 4. März 2003 (ergänzt um Anfrage bei der *Deutschen Börse AG*, Frankfurt a.M., 4. März 2003). Das Börsenjahr 1996 ist wesentlich durch den Börsengang der *Deutschen Telekom* geprägt (rd. 10,4 Mrd. Euro).
- 4 Die *Deutsche Bank AG* hat sogar diese Bezeichnung zum Titel eines ihrer IPO-Fact-Books gemacht.
- 5 Etwas abweichende Zahlen in der zitierten *FAZ*-Erhebung (z.B. da 2000 exkl. Freiverkehr): 2000: 136 Unternehmen, Emissionsvolumen von 25,6 Mrd. Euro. Vgl. o.V. (2002a), S. 24. Daten für 2002 gemäß Angaben der *Deutschen Börse AG*, vgl. Fn. 3.

Eine ähnliche Entwicklung zeigt sich, wenn man den Blick auf die Börsengänge von Konzerneinheiten<sup>6</sup> richtet: So ist das Platzierungsvolumen zwischen 1996 und 2000 von 2,4 Mrd. Euro um rund 350% auf 10,8 Mrd. Euro gestiegen, während in 2002 nur mehr zwei IPOs einer Konzerneinheit mit einem Platzierungsvolumen von rund 110 Mio. Euro am deutschen Kapitalmarkt gesehen wurden:

Abbildung 2: Börsengänge von Konzerneinheiten 1996–2002<sup>7</sup>



Die *Deutsche Telekom*, die mit ihrem eigenen Börsengang 1996 den IPO-Boom einläutete und noch 2000 mit *T-Online* eine Konzerneinheit zum Going Public führte<sup>8</sup>, hat aufgrund dieses Kapitalmarktumfelds die Platzierung der Mobilfunksparte (*T-Mobile*) schon mehrmals verschoben<sup>9</sup>. Konsterniert stellen nicht nur Wirtschaftsjournalisten, sondern vor allem Anleger und Emissionsbanken fest: „Das Geschäft mit Börsengängen liegt am Boden“<sup>10</sup>.

Doch aus dem Ausland, das vergleichbare Marktentwicklungen im Betrachtungszeitraum erfahren musste<sup>11</sup>, kommen erste positive Signale. So gewann die Emissionstätigkeit am US-amerikanischen Aktienmarkt im Dezember 2001 an Fahrt, in Japan konnte im gleichen Monat mit *Nomura Research* (150 Mio. Yen) der größte Börsengang des Jahres 2001 durchgeführt werden und die Platzierung eigener Ak-

6 Vgl. zur Konzerntheorie, zur Einbeziehung von Tochterunternehmen in den Konsolidierungskreis eines Konzerns sowie zu den Konsolidierungsmethoden *Baetge* (2000) und *Schildbach* (2001).

7 Eigene Auswahl auf Datenbasis Fn. 3.

8 Vgl. die Fallstudie bei *Achleitner* (2000), S. 406ff.

9 Vgl. o.V. (2002b), S. 22.

10 O.V. (2002a), S. 23.

11 So stieg laut *FAZ*-Erhebung das Emissionsvolumen in Europa zwischen 1997 und 2000 von 31,9 auf 97,7 Mrd. Euro, bevor dann in 2001 ein dramatischer Rückgang auf 35,3 Mrd. Euro (insgesamt nur 170 Emissionen) festzustellen war. Vgl. o.V. (2002a), S. 24.

tien des *Crédit Agricole* (3 Mrd. Euro) war unter institutionellen Investoren 17fach überzeichnet<sup>12</sup>.

### 2 Methodische Grundlagen und Aufbau der Untersuchung

Die Skepsis der Financial Community lässt zum jetzigen Zeitpunkt ein entsprechendes „fiat lux“ für Deutschland verfrüht erscheinen. Doch bietet gerade die derzeitige Phase der kritischen Bestandsaufnahme<sup>13</sup> die Möglichkeit, einige wesentliche Problemfelder des IPO-Prozesses zu analysieren und daraus erste Lösungsansätze für zukünftige Strukturierungen abzuleiten. Das ist die *Problemstellung der vorliegenden Untersuchung*. Im Mittelpunkt dieser Analyse stehen dabei Börsengänge von Konzerneinheiten, die größere deutsche Konzerne im Zeitraum 1997 bis 2000 durchgeführt haben.

Die Problemstellung des *Arbeitskreises „Finanzierung“* ist *anwendungsorientiert* geprägt. Entsprechend hat der *Arbeitskreis* seine IPO-Analyse *empirisch und theoretisch fundiert*. Der *Arbeitskreis* hat dabei bewusst darauf verzichtet, die kurz- bis mittelfristigen Aktienmarktreaktionen auf die jeweiligen Börsengänge zu untersuchen, denn er sieht auf diesem Weg nur eine geringe Möglichkeit des Zusatzbeitrags zum Literaturstand<sup>14</sup>. Er ist vielmehr der Auffassung, mit der vorgelegten empirischen Einzelfallanalyse und Befragung einen Untersuchungsansatz gewählt zu haben, der die in der Literatur vorhandenen Kapitalmarktstudien ergänzt und die fachliche Diskussion um einen zusätzlichen Betrachtungswinkel erweitert.

Die *Ausgangsbasis* bilden die in der betriebswirtschaftlichen Literatur entwickelten Phasenschemata des IPO-Prozesses, die eine chronologische – im Detaillierungsgrad teils divergierende – Aufgliederung der Börseneinführung eines Unternehmens darstellen<sup>15</sup>. Der *Arbeitskreis* hat sich an einem Vier-Phasen-Schema orientiert, das zwischen der Initiationsphase (Treffen der strategischen Grundsatzentscheidung) sowie der Vorbereitungs-, Durchführungs- und schließlich der Post-IPO-Phase unterscheidet.

An diesem Raster entlang ist ein *Fragebogen* entwickelt worden, der die Grundlage strukturierter Interviews mit Entscheidungsträgern der ersten und zweiten

12 Vgl. *O.V.* (2002a), S. 23. In den USA hat sich diese Positiventwicklung im ersten Quartal 2002 eindeutig fortgesetzt, vgl. *o.V.* (2002d), S. 25.

13 Zuletzt auch *Claussen* (2002) sowie von Bankenseite selbst u.a. Dr. *Rolf-E. Breuer* beim 1. Bochumer Finanzmarktforum (14. Februar 2002), vgl. *Breuer* (2002). Vgl. aus dem angloamerikanischen Sprachraum insbesondere *Ritter* (2002) und *Ritter/Welch* (2002).

14 Vgl. zur methodischen Basis umfassend *Campbell/Lo/MacKinlay* (1997) sowie *Ehrhardt* (1997). Vgl. zum Überblick über entsprechende Erhebungen zum deutschen Kapitalmarkt *Stebble/Ehrhardt* (1999). Vgl. in der internationalen Literatur grundlegend *Schipper/Smith* (1986) sowie *Vijb* (1999) und schließlich im Überblick *Blättchen/Jacquillat* (1999), S. 191. Zum Einfluss der Methodenwahl auf die empirischen Untersuchungsergebnisse vgl. *Sapusek* (2000). Vgl. auch die Ausführungen zum sog. Underpricing-Phänomen in den *Abschnitten 4* und *7*.

15 Vgl. z.B. *Picot/Land* (1999), S. 570; *Schanz* (2000), S. 185 ff.; *Stangner/Moser* (1999), S. 759.

Führungsebene der Konzernmutterunternehmen<sup>16</sup> bildete, die folgende Börsengänge von Konzerneinheiten leitend begleitet haben<sup>17</sup>:

Abbildung 3: Untersuchungssample

| Nr. | Konzernmutter         | Tochter            | Datum    | Platzierungsvolumen<br>(in Mio. Euro) |
|-----|-----------------------|--------------------|----------|---------------------------------------|
| 1.  | LAHMEYER/RWE          | Heidelberger Druck | Dez. 97  | 438,81                                |
| 2.  | Debis/DaimlerChrysler | Debitel            | Mrz. 99  | 634,57                                |
| 3.  | STEAG                 | STEAG HamaTech     | Mai 99   | 105,45                                |
| 4.  | Bayer                 | Agfa               | Juni 99  | 1.694,00                              |
| 5.  | Veba/E.ON             | Stinnes            | Juni 99  | 380,19                                |
| 6.  | Gehe/Haniel           | TAKKT              | Sept. 99 | 473,85                                |
| 7.  | Bertelsmann           | Pixelpark          | Okt. 99  | 59,21                                 |
|     |                       | Lycos              | Mrz. 00  | 672,00                                |
| 8.  | Siemens               | Epcos              | Okt. 99  | 1.518,22                              |
|     |                       | Infineon           | Mrz. 00  | 6.071,63                              |
| 9.  | Hoechst               | Celanese           | Okt. 99  | 895,88                                |
| 10. | HVB                   | DAB                | Nov. 99  | 193,75                                |
| 11. | Telekom               | T-Online           | Apr. 00  | 2.918,70                              |
| 12. | Commerzbank           | comdirect          | Juni 00  | 871,10                                |
| 13. | SAP                   | SAP SI             | Sept. 00 | 181,13                                |
|     | <b>Summe</b>          |                    |          | <b>17.108,49</b>                      |

Mit dieser *Stichprobe* wurden 15 der 27 Börsengänge von Konzerneinheiten im Zeitfenster 1997 bis 2000 untersucht, die prozentual ein Emissionsvolumen von rund 89% (17.108,49 Mio. Euro von rund 19.200 Mio. Euro) im Betrachtungszeitraum abdecken<sup>18</sup>. Damit kann von einer entsprechenden Relevanz der Untersuchungsergebnisse ausgegangen werden.

<sup>16</sup> Die Interviews wurden im Zeitraum März 2001 bis März 2002 geführt. Der *Arbeitskreis „Finanzierung“* hat sich bemüht, auch Vertreter von Tochterunternehmen in die Diskussion einzubeziehen. Eine vollständige Deckung der beiden Interviewgruppen war aber nicht möglich, so dass wir uns im Folgenden auf die Befragungsergebnisse mit den Konzernmutterunternehmen konzentrieren.

<sup>17</sup> Gegenstand der Untersuchung waren grundsätzlich Börsengänge an deutschen Marktsegmenten. Ergänzend wurde insbesondere noch ein Gespräch mit Unternehmensvertretern der *mg technologies AG*, Frankfurt a.M., geführt. Der entsprechende Börsengang der zusammengefassten Metallhandelsaktivitäten des Konzerns wurde nicht in die obige Liste aufgenommen, da eine Platzierung nur an der Londoner Börse erfolgte. Im vorliegenden Aufsatz wird teilweise Bezug auf die veröffentlichten Ergebnisse zur Ausgestaltung dieses Börsengangs genommen, vgl. *Hornung/Wullenkord* (2000).

<sup>18</sup> Die entsprechende Quote beträgt rund 75% bei Zugrundelegung des Zeitfensters 1996 bis 2002.

## Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft

Betrachtet man die Platzierungsform der Börsengänge, so handelt es sich bei den untersuchten Börsengängen – bis auf die IPOs (hier dann: Spin-Offs) von *TAKKT* und *Celanese* – insgesamt um partielle Equity Carve-Outs<sup>19</sup>.

Abbildung 4: Platzierungsform der untersuchten Börsengänge<sup>20</sup>

| Tochter            | Platzierungsform <sup>21</sup> | Platzierungsvolumen (in Mio. Euro) | Davon: Aktienabgabe   | Davon: Kapitalerhöhung |
|--------------------|--------------------------------|------------------------------------|---|------------------------|
| Agfa               | PECO                           | 1.694,00                           | 100%  | X                      |
| Celanese           | SPO                            | 895,88                             | Realteilung   |                        |
| comdirect          | PECO                           | 871,10                             | 19,61%  | 80,39%                 |
| DAB                | PECO                           | 193,75                             | 25,93%  | 74,07%                 |
| Debitel            | PECO                           | 634,57                             | 100%  | X                      |
| Epcos              | PECO                           | 1.518,22                           | 92,25%  | 7,75%                  |
| Heidelberger Druck | De facto PECO <sup>22</sup>    | 438,81                             | Kombinationslösung im Rahmen eines Schütt-aus-hol-zurück-Verfahrens |                        |
| Infineon           | PECO                           | 6.071,63                           | 89,17%  | 10,83%                 |
| Lycos              | PECO                           | 672,00                             | X   | 100%                   |
| Pixelpark          | PECO                           | 59,21                              | 21,33%  | 78,67%                 |
| SAP SI             | PECO                           | 181,13                             | 45,02%  | 54,98%                 |
| STEAG HamaTech     | PECO                           | 105,45                             | X   | 100%                   |
| Stinnes            | PECO                           | 380,19                             | 100%  | X                      |
| TAKKT              | SPO                            | 473,85                             | Realteilung   |                        |
| T-Online           | PECO                           | 2.918,70                           | 100%  | X                      |

19 Spin-Off = Realteilung. Equity Carve-Out = (partieller) Verkauf einer Beteiligungen an einem Tochterunternehmen über die Börse. Vgl. zur Definition des Equity Carve-Outs mit Betonung auf dem Attribut „partiell“ *Annema/Fallon/Goedbart* (2001), S. 6; *Fleischer* (2001), S. 518. Zur ausführlichen Begriffserläuterung mit weiteren Verweisen vgl. *Abschnitt 4*.

20 Zur Datenbasis für das Platzierungsvolumen vgl. Fn. 7. Aufteilungsquoten ermittelt auf Basis der Datenbank <http://www.onvista.de> sowie einer Untersuchung der Verkaufsprospekte.

21 PECO = partieller Equity Carve-Out, SPO = Spin-Off. Vgl. Erläuterung in Fn. 19.

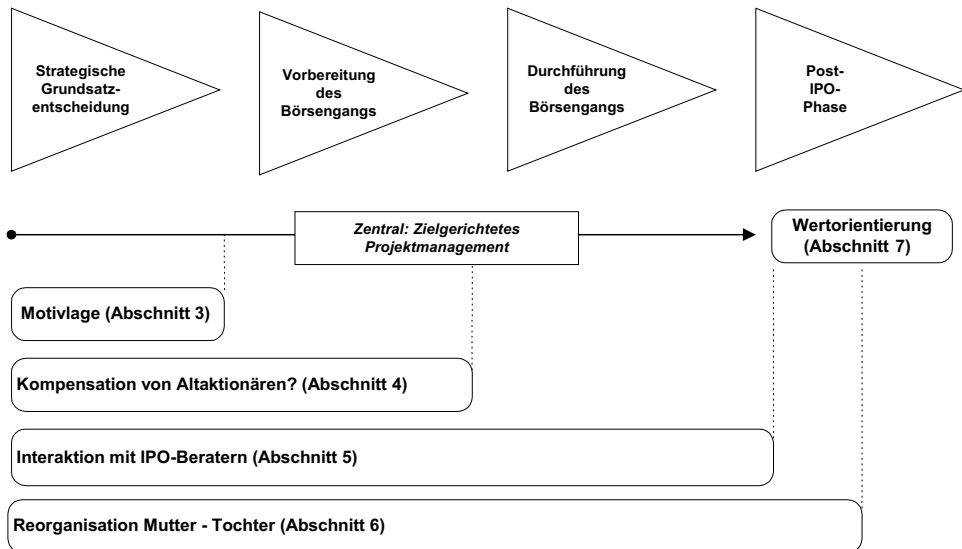
22 Komplexe Kombinationslösung: Mittel aus Kapitalerhöhungen wurden zum Ausgleich des Nettoabflusses durch eine Sonderdividende an bisherige institutionelle Aktionäre verwendet (keine vollständige Wiedereinlage dieser Dividende in die Gesellschaft!). Es verblieben (ohne Greenshoe-Berücksichtigung) rund 32,5 Mio. Euro als Mehrerlös, die zu einer entsprechenden Eigenkapitalstärkung der *Heidelberger Druck* führten. Ziel dieser Konstruktion war u.a. die Fixierung der Beteiligung von *LAHMEYER* an *Heidelberger Druck* in Höhe von 56,81%. Vgl. im Detail den Verkaufsprospekt vom 5. Dezember 1997, S. 6, 8 und 11.

Im Mittelpunkt der geführten Interviews standen hierbei folgende *Fragenkomplexe*:

- Motivlage für den Börsengang der Konzerneinheit,
- Berücksichtigung der Interessen von Aktionären der Muttergesellschaft beim Börsengang,
- Einbeziehung von und Interaktion mit IPO-Beratern,
- Wesentliche Punkte des Reorganisationsbedarfs zwischen Mutter- und Tochterunternehmen,
- Maßnahmen des Wertmanagements vor und nach dem Börsengang.

Die folgende *Abbildung 5* veranschaulicht die (typisierte) Verankerung der genannten Problemkreise im Phasenschema des IPO-Prozesses:

*Abbildung 5: Phasenschema des IPO-Prozesses*



Während der Befragung wurde zu offenen Antworten eingeladen, zur Auswertung wurde teilweise auf Standardisierungsraster zurückgegriffen. Die entsprechenden Protokolle der Befragungen sind durch die Interviewpartner durchgehend autorisiert worden.

Die Darstellung konzentriert sich im Folgenden auf die Untersuchungsergebnisse zu den in *Abbildung 5* dargestellten Problemkreisen (*Abschnitte 3 bis 7*), die abschließend (*Abschnitt 8*) noch einmal zusammenfassend gewürdigt werden.

### 3 Motivlage für den Börsengang einer Konzerneinheit

Um die Motivation zum Börsengang der Tochtergesellschaft einordnen zu können, sind die Konzernmütter in der Untersuchungsstichprobe einleitend zu ihrem Leit-

bild sowie ihrer strategischen Oberzielgröße und Grundausrichtung befragt worden.

Hinsichtlich des Leitbildes der Konzern- und Unternehmensführung antworten alle Konzernmütter einheitlich und sehen dies in einer „Finanzwirtschaftlichen Wertorientierung unter einem qualitativ und emotional geprägten Leitbild“. Dieses Leitbild wird weit überwiegend operationalisiert in der strategischen Oberzielgröße „Finanzwirtschaftliche Wertorientierung (Shareholder Value) mit Sicherung von Werttreibern und Wertpotenzialen und dazu flankierende Optimierung zusätzlicher „weicher“ Faktoren“ (12 Nennungen). Nur ein Unternehmen nennt den „Enterprise Value (Gesamtunternehmenswert = Marktwert des Eigenkapitals + Marktwert des Fremdkapitals)“ als strategische Oberzielgröße. Die oberste Priorität in der strategischen Grundausrichtung der Konzerne nimmt die „Konzentration auf Kerngeschäft und Kernkompetenzen – auch mit weiterer regionaler Ausweitung der relevanten Märkte“ (12 Nennungen) ein; ein einziges Unternehmen beantwortet die Frage mit „Konzentration auf Kerngeschäft und Kernkompetenzen in regional schon definierten Märkten“.

Die betrachteten Konzernmütter betonen also in ihrer Konzernstrategie durchgehend die Shareholder-Value-Orientierung und sehen die Notwendigkeit der flankierenden „weichen“ Faktorensteuerung, um die nachhaltige Wertentwicklung des Konzerns zu sichern. Dieses Ergebnis bestätigt die Resultate einer Vielzahl von deutschen Shareholder-Value-Studien der letzten Jahre<sup>23</sup>. Auffällig ist zudem das eindeutige Bekenntnis zur Kernkompetenzfokussierung, während die Diversifikation auf die Anleger übertragen wird.

Die Ergebnisse zur Frage, wodurch ein IPO des jeweiligen Tochterunternehmens motiviert war, zeigen ein ebenso eindeutiges Bild (*Abbildung 6*).

Aus Sicht der Konzernmütter überwiegen gleichwertig die Motive „Restrukturierung Konzern“<sup>24</sup>, „Schaffung einer eigenständigen Kapitalmarktadresse“ sowie „Effizienzsteigerung in der Tochter“ (jeweils 9 Nennungen). Auf den beiden folgenden Rängen finden sich die „Schaffung einer zusätzlichen Akquisitionswährung“ sowie die „Aufwertung des Konzerns durch Vermeidung des sog. Conglomerate Discounts“<sup>25</sup>.

In diesen Prioritätssetzungen spiegelt sich sowohl die Shareholder-Value- als auch die Kernkompetenzfokussierung der befragten Konzerne: Vor dem IPO von Tochtergesellschaften steht die Entscheidung darüber, was Kerngeschäft bleiben soll und wo Randaktivitäten der sich wandelnden Konzerne identifiziert werden<sup>26</sup>. Der Börsengang einer Konzerneinheit wird von den befragten Konzernmüttern als

23 Vgl. mit weiterführenden Hinweisen insbesondere die Studien von *Pellens/Rockboltz/Stienemann* (1997); *Pellens/Tomaszewski/Weber* (2000). Zum Shareholder-Value-Konzept vgl. auch einführend *Arbeitskreis „Finanzierung“* (1996) sowie vertiefend u.a. *Richter* (1999).

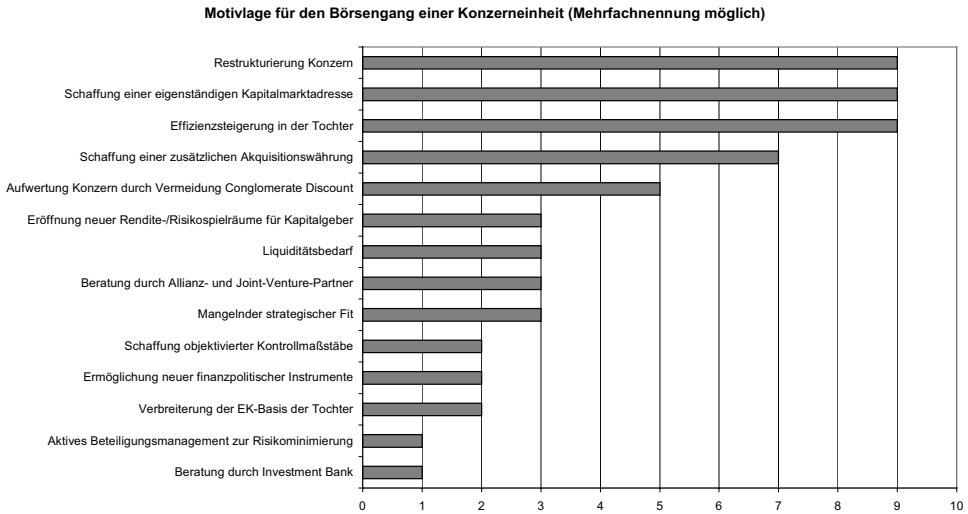
24 Das Motiv „Restrukturierung Konzern“ korrespondiert zwangsläufig mit der strategischen Ausrichtung des Konzerns (Kernkompetenzfokussierung). An dieser Stelle wurde aber nach dem Motiv für den Börsengang gefragt, daher weichen die Antwortzahlen (9 bzw. 12) voneinander ab.

25 Begriffserläuterung folgt weiter unten. Vgl. aber auch ausführlich mit empirischen Befunden *Bühner* (1990).

26 Vgl. in diesem Tenor *Köbn* (2000), S. 31. Etwas uneinheitlicher, in der Tendenzaussage aber ähnlich o.V. (2002c), S. 25f.



Abbildung 6: Motivlage für den Börsengang einer Konzerneinheit



eine eindeutige Exit-Strategie erkannt. Er wird dazu genutzt, nicht mehr zum Kerngeschäft gehörende wirtschaftliche Aktivitäten (teilweise) zu verkaufen.

Fragt man vor diesem Hintergrund nach dem ersten Auswahlkriterium für den Börsengang gegenüber anderen Verkaufsstrategien, antwortet eine deutliche Mehrheit (9 von 13 möglichen Nennungen) mit dem Argument der „Erlösmaximierung“, nur 4 nennen spezifische Sonderargumente, wie zum Beispiel die Aufnahme von IPO-Anregungen aus institutionellen Investorengruppen. Damit ist auch eine eindeutige Erklärung für den relativen Vorteilhaftigkeitsrückgang des IPOs im negativeren Kapitalmarktumfeld der Jahre 2001 und 2002 gegeben<sup>27</sup>.

Der realisierte Platzierungserlös wird zur Finanzierung der Kerngeschäftsfelder eingesetzt; die in Randaktivitäten gebundenen Mittel werden neu allokiert. Kurzum: Es wird die Absicht verfolgt, den Shareholder-Value des Konzerns dadurch zu steigern, dass die Grundlage für eine Erhöhung des operativen Cash Flows aus dem Kerngeschäft durch entsprechende Investitionen gelegt wird (Wertsteigerungsstrategie 1 in der folgenden *Abbildung 7: Ansatzpunkt Cashflow*).

Zudem zielt der Börsengang aus Sicht der befragten Unternehmen auf die transparentere Bewertung der entflochtenen wirtschaftlichen Aktivitäten des Konzerns. Die Börsennotierung ermöglicht grundsätzlich die Marktpreisfeststellung<sup>28</sup> für das börsennotierte Tochterunternehmen. Damit sinkt (oder entfällt gar) der Kapitalkostenaufschlag der Eigenkapitalgeber, der erfahrungsgemäß in nicht vollkommen in-

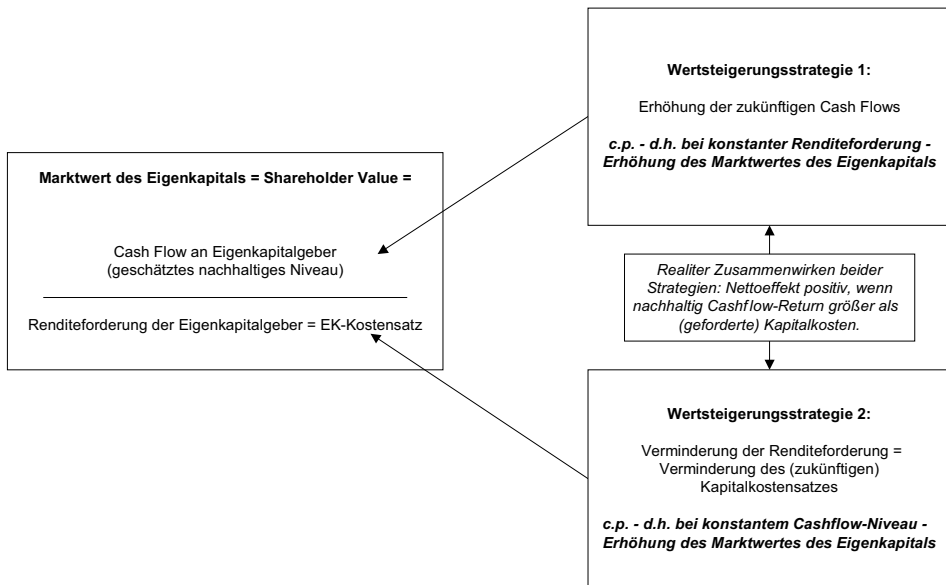
<sup>27</sup> Vgl. auch entsprechende Hinweise vom Vorstandsvorsitzenden der *Deutschen Telekom*, zitiert in o.V. (2002b).

<sup>28</sup> Zur Bildung von Marktpreisen – die in vollkommenen und streng informationseffizienten Märkten den „inneren Aktienwerten“ entsprechen sollten – vgl. insbesondere die einschränkenden Ausführungen in *Abschnitt 4*.

formationseffizienten Märkten<sup>29</sup> vorgenommen wird, um der Intransparenz von Konglomeratsstrukturen Rechnung zu tragen<sup>30</sup>. In diesem Fall vermindert sich also die entsprechend bedingte Abwertung des Konzerns, die vor dem Börsengang – gemessen an der Summe seiner inneren Unternehmenswerte – festzustellen war (sog. Conglomerate Discount; Wertsteigerungsstrategie 2 in der folgenden *Abbildung 7*: Ansatzpunkt Renditeforderung).

Diese intendierten Wertsteigerungsstrategien der befragten Konzernunternehmen fasst die folgende *Abbildung 7* im erwünschten Nettoeffekt noch einmal zusammen:

*Abbildung 7: Strategien zur Shareholder-Value-Steigerung*



Zudem soll der externe Performancedruck des Aktienmarkts genutzt werden, um in dem platzierten Unternehmen – gemessen an der Perspektive vor dem Börsengang – zusätzliche Wertpotenziale zu heben. Die Börsennotierung sichert bei positivem Wertverlauf den Einsatz der jeweiligen Aktien als Akquisitionswährung, da ein steigender Börsenwert zu einer relativen Verbesserung des Umtauschverhältnisses in M&A-Transaktionen führt<sup>31</sup>.

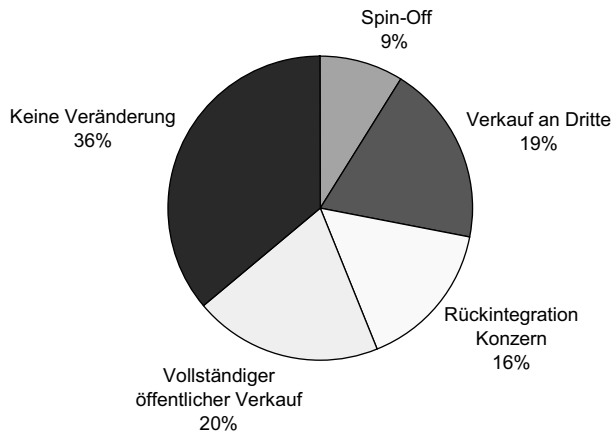
29 Zu den vor allem von *Fama* geprägten Forschungen zur Informationseffizienz von Kapitalmärkten vgl. *Fama* (1970) und überblicksartig *Schmidt/Terberger* (1999), S. 209–218; *Süchting* (1995), S. 395–402. In kritischer Zusammenfassung und Gesamtwürdigung *Sapusek* (1998).

30 Vgl. grundsätzlich zum Ansatz divisionaler Kapitalkosten in Konzernen *Arbeitskreis „Finanzierung“* (1996).

31 Unter gewissen realen Marktunvollkommenheiten (z.B. eingeschränkte Informationseffizienz, wirksame Marktsegmentierung) kann es sich als entscheidend erweisen, dass die für die Investitionen benötigten Kapitalmittel erst durch einen Börsengang zur Verfügung gestellt werden können (Liquiditätsbeschränkung der Tochter im Konzern). Vgl. in diesem Sinne auch *Trapp/Schick* (2001),

Für diese Exit-Qualität der IPOs von Konzerneinheiten lassen sich in der Fachliteratur weitere empirische Belege finden. So stellt *J. P. Morgan* fest, dass rund 50% der untersuchten 89 US-Equity-Carve-Outs drei Jahre nach dem Going Public vollkommen aus dem Konzernverbund veräußert worden sind<sup>32</sup>:

Abbildung 8: Entwicklung von US-Equity-Carve-Outs nach drei Jahren  
(Quelle: Orientiert an Darstellung von *J.P. Morgan (2000)*)



Die Untersuchung von 200 Equity Carve-Outs weltweit (1990 bis 2000) durch *Annema/Fallon/Goedhart* unterstreicht noch diese Ergebnisse: Danach waren rund 40% der untersuchten Tochterunternehmen fünf Jahre nach dem Equity-Carve-Out in Akquisitionsprozessen aufgegangen, bei rund 31% hatte sich der Beteiligungsanteil der Konzernmutter auf unter 25% reduziert<sup>33</sup>.

Insofern wird deutlich, dass die Entscheidung zum Going Public regelmäßig die Notwendigkeit impliziert, strategische Anschluss-Strategien zu formulieren. In den geführten Interviews ist dem *Arbeitskreis „Finanzierung“* von einer Vielzahl von Gesprächspartnern verdeutlicht worden, dass die Dimension dieser strategischen Planungsnotwendigkeit erst vollständig *nach* dem Börsengang erkannt worden ist<sup>34</sup>. Zudem wird durchgehend die Erfahrung gemacht, dass der Kapitalmarkt über die Prospektmindestangaben hinaus eine (laufende) Kommunikation dieser Strategien wünscht<sup>35</sup>.

Nach Ansicht des *Arbeitskreises* ist daher zukünftig von Managern ein besonderes Augenmerk darauf zu richten, das ein IPO-Projekt frühzeitig und umfassend struk-

S. 390. Auf vollkommenen Kapitalmärkten scheidet hingegen dieses Argument aus: Für rendite-trächtige Investitionen besteht kein Finanzierungsproblem. Vgl. grundlegend zu dieser Argumentation über die sog. Fisher-Separation sowie das Irrelevanz-Theorem *Fisher (1930)*; *Modigliani/Miller (1958)*.

32 Vgl. mit weiteren Erläuterungen *J. P. Morgan (2000)*. Die Verf. danken *J. P. Morgan* für die freundliche Überlassung.

33 Vgl. *Annema/Fallon/Goedhart (2001)*, S. 7.

34 Vgl. mit Beispielen *Köbn (2000)*, S. 31.

35 Diesen Tenor zuletzt mit Blick auf den Neuen Markt sowie die Prospektgestaltung aufnehmend *Claussen (2002)*.

turiert wird. In einem zweiten Schritt ist dann auf die glaubhafte Kommunikation dieser Strukturierung zu achten, um das Vertrauen der Kapitalanleger in eine nachhaltige Wertsteigerungsstrategie (Konzernmutter und Tochter) zu sichern. Dabei ist der mit dem Erlösmaximierungsziel im Exit-Szenario unter Umständen verbundene negative Eindruck des „Kasse machens“ nach Möglichkeit zu vermeiden. Als vertrauensbildende IPO-Maßnahmen kommen unter anderem eine relativ hohe Festsetzung der frei am Kapitalmarkt gehandelten Aktien (Free Float) sowie eine flankierende Kapitalerhöhung zur Wachstumsfinanzierung des Tochterunternehmens in Betracht<sup>36</sup>. Die Entwicklung des Exit-Szenarios sowie die Überwachung der Wertentwicklung<sup>37</sup> sind dann zeitnah und im Zeitverlauf stimmig zu kommunizieren.

Ein „Non-Exit-Szenario“ nach einem IPO einer Konzerneinheit wird dementsprechend am Kapitalmarkt stets eine hohe Erklärungsbedürftigkeit besitzen. Ein solches Szenario läuft Gefahr, als „halber Schritt“ interpretiert zu werden<sup>38</sup>.

#### **4 Berücksichtigung der Interessen von Aktionären der Muttergesellschaft beim Börsengang**

Bei der Projektstrukturierung ist außerdem die Frage zu klären, in welcher Form die Aktionäre der Muttergesellschaft (sog. Altaktionäre) am Bezug der emittierten Aktien des Tochterunternehmens teilhaben sollen<sup>39</sup>.

Zur Verdeutlichung der wirtschaftlichen Implikation dieser Entscheidung sei noch einmal auf die anfangs genannten Platzierungsformen für den IPO eines Tochterunternehmens zurückgekommen, den sog. „Spin-Off“ und den „Equity-Carve-Out“ (vgl. *Abschnitt 2*, s. auch Fn. 19).

Beim „Spin-Off“ liegt eine Realteilung vor: Ein Unternehmen wird beziehungsweise abgespalten; im Allgemeinen werden die Aktien der durch die Spaltung geschaffenen Unternehmen auf einer pro-rata-Basis an die Altaktionäre abgegeben<sup>40</sup>. Damit bleibt es den Altaktionären weiterhin uneingeschränkt möglich, am Ertrag des Investitionsbündels wie vor der Spaltung teilzuhaben<sup>41</sup>. Sie können aufgrund ihrer Rechtsstellung grundsätzlich bei eventuellen Kapitalerhöhungsmaßnahmen Bezugsrechte erlangen und diese gemäß ihren wirtschaftlichen Präferenzen verwerten<sup>42</sup>. In der untersuchten Stichprobe fallen nur das Going Public von *Celanese* und *TAKKT* in diese Kategorie.

36 Vgl. zu entsprechenden vertrauensbildenden Maßnahmen *Volk* (2000b), S. 136. Vgl. auch theoretische Ausführung in Fn. 31.

37 Vgl. auch *Abschnitt 7*.

38 Vgl. in diesem Tenor auch *Köbn* (2000), S. 31.

39 Von der Berücksichtigung eventueller Minderheitsaktionäre wird an dieser Stelle bewusst abstrahiert.

40 Vgl. zur begrifflichen Abgrenzung *Brealey/Myers* (2000), S. 983; *Fleischer* (2001), S. 519. *Fleischer* spricht an dieser Stelle prägnant von einer „verhältnismäßigen Auskehrung von Anteilen“.

41 Dessen ungeachtet ändern sich die Aktionärsstrukturen nach Spin-Offs u.U. deutlich. Eine Begründung kann in der vergleichsweise weiteren Möglichkeit der Altaktionäre gesehen werden, ihre Anlageportfolien nun stärker präferenzbedingt abstimmen zu können. So z.B. Erfahrungswert im Spin-Off *Celanese*.

42 Vgl. mit darüber hinausgehenden Erläuterungen *Copeland/Weston* (1988), S. 678f. Eine Ausnahme bildet der generell in Deutschland mögliche vereinfachte Bezugsrechtsausschluss gemäß § 186 Abs. 3 und 4 AktG. Vgl. hierzu kommentierend *Hüfner* (1999), § 186 Rdnr. 20 bis 43.

Die Wirkungsweisen eines „Equity Carve-Outs“ unterscheiden sich hingegen von denen eines Spin-Offs. Beim Equity Carve-Out liegt aus Sicht der Konzernmutter wirtschaftlich der (Teil-)Verkauf einer Beteiligung vor. Der Verkauf erfolgt öffentlich durch Emission von Aktien der Tochtergesellschaft an mindestens einer Börse<sup>43</sup>.

Die durchgerechnete Beteiligungsquote der Altaktionäre sinkt dementsprechend, wie kurz am Beispiel eines einstufigen Konzerns verdeutlicht werden soll. Der einzige Vermögensgegenstand der Konzernmutter sei die 100%-Beteiligung an einer Tochter, die in 10.000 Aktien verbrieft sein möge. Die Konzernmutter soll aus Vereinfachungsgründen rein eigenfinanziert sein.

Platziert die Konzernmutter nun eine 40%-Tranche dieser Aktien am Kapitalmarkt, ist sie nach dem IPO nur noch zu 60% am Tochterunternehmen beteiligt. In diesem Fall „verwässert“ pro rata die Beteiligungsquote der Altaktionäre: An der Konzernmutter beispielsweise in Höhe von 10% beteiligte Altaktionäre haben insgesamt vor dem IPO einen entsprechenden Anspruch am Tochterunternehmen. Nach dem IPO ergibt sich hingegen eine durchgerechnete Beteiligungsquote von  $10\% \cdot (100.000 \text{ Aktien} - 40.000 \text{ Aktien}) / 100.000 \text{ Aktien} = 10\% \cdot 60.000 / 100.000 = 6\%$ .

Ein vergleichbarer Beteiligungseffekt ergibt sich auch im Fall teilweise fremdfinanzierter Konzernmutterunternehmen, die Kalkulation muss dann nur in einem ersten Rechenschritt den Festbetragsanspruch der Fremdkapitalgeber berücksichtigen. Der Rechenaufwand wächst außerdem, wenn durchgerechnete Beteiligungsquoten in mehrstufigen Konzernen ermittelt werden müssen. Im Gegensatz zum Spin-Off, der regelmäßig die Beteiligungsverhältnisse wahrt, ist damit beim Equity Carve-Out grundsätzlich davon auszugehen, dass sich die Beteiligungsquote der Altaktionäre ändert.

An diesen Beteiligungseffekt kann dann eine negative Vermögenswirkung anknüpfen, wenn die Verwendung des Verkaufserlöses – gemessen an den Renditeforderungen der Altaktionäre sowie am alternativen Behalt der Beteiligung – suboptimal ist. Diese mögliche Vermögenswirkung des Equity Carve-Outs findet sich allerdings bei jeder Verkaufs- und anschließenden Neuinvestitionsentscheidung der Konzernmutter. Insofern liegt kein Spezifikum vor, das eine weitere Behandlung lohnt.

In einem zweiten Schritt besteht (beim IPO oder danach) die Möglichkeit, dass eine Kapitalerhöhung im Tochterunternehmen durchgeführt wird. Da der Altaktionär beim Equity Carve-Out de iure nur an der Konzernmutter beteiligt bleibt, erhält er – im Gegensatz zum Spin-Off – keinen grundsätzlichen Bezugsrechtsanspruch und kann damit seine Vermögensposition nicht uneingeschränkt („vorab“) wahren<sup>44</sup>. Diese Implikation ist als Spezifikum des Equity Carve-Outs festzuhalten.

Die Gefahr eines Vermögensverlusts besteht jedoch insbesondere dann, wenn die Aktien „unter Wert“ am Kapitalmarkt veräußert werden. Grundsätzlich ist unter „Wert“ der „Marktwert“ einer Aktie zu verstehen, der auf einem vollkommenen

<sup>43</sup> Vgl. zur begrifflichen Abgrenzung *Brealey/Myers* (2000), S. 984; *Fleischer* (2001), S. 518.

<sup>44</sup> Vgl. im Grundsatz *Copeland/Weston* (1988), S. 679. Vgl. zur Funktion von Bezugsrechten einfürend *Süchting* (1995), S. 88–94. Vgl. vertiefend zur wirtschaftlichen Bedeutung des Bezugsrechts jüngst die Habilitation von *Terstege* (2001) und die Ausführungen von *Röder/Dorfleitner* (2002).

und streng informationseffizienten Markt ihrem „inneren Wert“ gleicht<sup>45</sup>. Beim Spin-Off besteht hingegen diese Gefahr einer Vermögenseinbuße nicht, da es sich um einen reinen Zuteilungs- und nicht Veräußerungsvorgang handelt.

Da der Equity Carve-Out – nicht nur in der untersuchten Stichprobe – die dominierende Platzierungsform bei entsprechenden IPO-Transaktionen darstellt<sup>46</sup>, verwundert es nicht, dass sich Betriebswirtschaft und Rechtswissenschaft seit längerem lebendig mit den möglichen Vermögenswirkungen dieser Platzierungsform auseinander gesetzt haben<sup>47</sup>.

In Phasen des IPO-Booms in Deutschland gewann diese Diskussion wieder an Schärfe. Die regelmäßig hohen Emissionsrenditen<sup>48</sup> und die gleichzeitig bevorrechtigte Aktienzuteilung an ausgewählte Investorengruppen (wie zum Beispiel an das Management des Tochterunternehmens, sog. Family&Friends-Programme<sup>49</sup>) sorgten für Zündstoff unter den Altaktionären: „Das Wort vom Schnäppchen für einige wenige Privilegierte machte die Runde [...] Kursentwicklungen über den Emissionskurs [...] wecken Begehrlichkeiten“<sup>50</sup>. Dabei ist der von *Ebke* für diesen Sachverhalt verwendete Begriff der „Begehrlichkeit“ missverständlich. Es geht materiell bei dem von ihm beschriebenen Vorgang um die Veräußerung einer Beteiligung „unter Wert“ (= „unter Marktpreis“) – und den möglichen Schutz des Altaktionärs vor einer entsprechenden Vermögenseinbuße.

Als Wertmaßstab für den „Marktpreis“ wird dabei die erste Aktienkursbildung nach Emission herangezogen. Abweichend vom Ideal der strengen Informationseffizienz und Marktvollkommenheit<sup>51</sup> ist nämlich realiter davon auszugehen, dass regelmäßig – insbesondere in Boomphasen – der Emissionspreis, und dann auch verstärkt die erste Aktienkursbildung im Sekundärmarkt vom „inneren Wert“ nach oben abweichen. Anfängliche Marktüberhitzungen und ein „zeitliches Herantasten“ des Marktpreises an die fundamentale Bewertung sind festzustellen<sup>52</sup>. In diesen Marktlagen besteht folglich die Möglichkeit eines Zeichnungsgewinns in Form einer positiven Emissionsrendite. Dieser Zeichnungsgewinn ist für diejenigen potenziell realisierbar, die bei der Zuteilung der emittierten Aktien berücksichtigt wurden.

45 Unter dem „inneren Wert“ ist die fundamental am prognostizierten Zahlungsstrom orientierte Bewertung von Aktien zu verstehen (gängige Nettobewertungsmodelle: Dividendenmodelle, Ertragswertverfahren/Flow-to-Equity). In vollkommenen und streng informationseffizienten Märkten muss dieser Wert dem gleichgewichtigen Marktpreis = Börsenkurs entsprechen. Vgl. grundlegend *Williams* (1938) und dann einführend *Schmidt/Terberger* (1999), S. 196–209; *Süchting* (1995), S. 529ff.

46 Vgl. als empirischen Beleg u.a. *J. P. Morgan* (2000).

47 Vgl. u.a. *Busch/Groß* (2000); *Ebke* (2001); *Habersack* (2001); *Lutter* (2000); *Lutter* (2001); *Pellens* (1993); *Pellens/Fühlbier* (2000).

48 Emissionsrendite = (Erster Aktienkurs im Sekundärmarkt/Emissionskurs – 1) · 100.

49 Zur Begriffsabgrenzung vgl. *Hansen* (1999), S. 50.

50 *Ebke* (2001), S. 50.

51 Vgl. Fn. 45.

52 Vgl. in euphemistischer Form *Blowers/Griffith/Milan* (1999), S. 170f.

Hierzu ist festzustellen, dass das Bookbuilding-Verfahren<sup>53</sup> – insbesondere im Börsenhype – nicht systematisch<sup>54</sup> zum Vermeiden dieser Emissionsrenditen geführt hat. Positive Emissionsrenditen sind also keine Einzelfälle. Vielmehr ist – gemessen am ersten Aktienkurs – von einem regelmäßigen Unterpreisen im Emissionskurs von 10 bis 15% auszugehen (Underpricing-Phänomen)<sup>55</sup>. Als Begründung lässt sich vor allem der bewusste Kaufreiz für Investoren nennen (implizierte positive Sekundärmarktentwicklung). Solche positiven Kurspfade liegen zudem regelmäßig im Interesse der beteiligten Emissionsbanken, die auf die Sicherung ihrer Reputation bedacht sind<sup>56</sup>. Da konkurrierende, marktnähere Platzierungsverfahren, die *in der Breite* der Emissionsfälle wirksam eingesetzt werden könnten, zurzeit nicht *ausreichend* erprobt sind<sup>57</sup>, fordern prominente Fachvertreter die bevorzugte Zuteilung (Vorerwerbsrecht als Form des „Bezugsrechts“) von zu emittierenden Aktien an die Altaktionäre: Dann erhielten diese „die Chance des Vorteils (und das Risiko) und nicht ein beliebiger Dritter“<sup>58</sup>. Eine Vermögenseinbuße könnte damit für die Altaktionäre „systematisch“ verhindert werden. Mit einer solchen bevorrechtigten Zuteilung wären die Altaktionäre zudem grundsätzlich gegen die Diluierungsgefahr aus Kapitalerhöhungen abgesichert<sup>59</sup>.

Eine juristische Abstützung soll diese Forderung insbesondere dadurch erfahren, dass die Leitsätze einer BGH-Entscheidung über strukturändernde Vermögensverlagerungen durch Ausgliederung analog ausgelegt werden<sup>60</sup>. Andererseits werden als Begründung mögliche Treuepflichten zwischen (Konzern-)Vorstand und Altak-

53 Z.Z. überwiegend angewandtes Platzierungsverfahren, in dem die Präferenzen institutioneller Investoren grundsätzlich abgefragt werden. Vgl. auch mit entsprechenden Ausführungen zum Festpreis- und Auktionsverfahren einfürend *Blättchen/Jacquillat* (1999); *Schanz* (2000).

54 Als Beispielfälle werden u.a. für Deutschland *Infineon*, *comdirect* und *T-Online* diskutiert. Vgl. entsprechende Berechnungen und weitere Beispiele bei *Fleischer* (2001), S. 531f. Relativierende Einschätzung dagegen bei *Groß/Busch* (2000), S. 503ff. Vgl. mit weiteren Hinweisen auf internationale und nationale Studien, die schwerpunktmäßig Fälle des Bookbuildings analysieren, *Langenbach* (2001), S. 337f. Vgl. auch den breiten internationalen Überblick bei *Loughbran/Ritter/Rydqvist* (1994).

55 Durchgängig in den geführten Gesprächen genannter Erfahrungswert. Vgl. auch entsprechende Größenordnung bei *Schanz* (2000), S. 236.

56 Vgl. mit breitem Überblick – auch über konkurrierende Erklärungsansätze – *Blättchen/Jacquillat* (1999), S. 188–214; *Ebrhardt* (1997), S. 109–149. Kritische Diskussion der Motiven zudem bei *Müller/Tietzel* (2000), S. 15.

57 Vgl. ausführlich zu den Grundlagen von Auktionsverfahren *Klemperer* (1999) sowie mit Bezug auf IPOs *Baumeister/Werkmeister* (2001a); *Baumeister/Werkmeister* (2001b), S. 226ff. Ein IPO-Auktionsverfahren wurde bisher in Deutschland nur beim Börsengang der *Trius AG* praktiziert, vgl. *Fleischer* (2001), S. 532. Die Begriffe „in der Breite“ und „ausreichend“ beziehen sich damit auf die Kapitalmarktverhältnisse in Deutschland. Aufgrund der mangelnden eigenen Erfahrungswerte von Unternehmen und Investoren ist damit von einer starken Zurückhaltung in diesem Markt auszugehen. In Frankreich, Israel, den Niederlanden und der Schweiz bestehen hingegen mit Auktionsverfahren breite Erfahrungswerte. Vgl. hierzu einfürend *Blättchen/Jacquillat* (1999), S. 178–187; *Fleischer* (2001), S. 535. Eine ausführliche Untersuchung des französischen Marktes findet sich bei *Derrien/Womack* (2001). Detaillierter Vergleich Japan und Israel bei *Beierlein* (2001). Grundsätzlich positiv zum Einsatz des Auktionsverfahrens auch *Lutter* (2001), S. 353. Kritischer mit Blick auf die möglicherweise negative Sekundärmarktentwicklung u.a. *Achleitner* (2000), S. 569.

58 *Lutter* (2001), S. 351.

59 Vgl. grundlegend *Lutter* (2000). Wiederholend *Lutter* (2001), S. 350. Vgl. insbesondere mit betriebswirtschaftlichem Blickwinkel *Pellens* (1993); *Pellens/Fülbier* (2000).

60 Vgl. zum Argumentationsbild *Lutter* (2001); *Lutter* (2000). Als Bezugsbasis sog. „Holzmüller-Urteil“, BGHZ 83, 122; aus Sicht eines Senatsmitglieds vgl. *Henze* (2001), S. 53ff.

tionären ins Feld geführt<sup>61</sup>. Ohne die juristische Fachdiskussion im Detail wiedergeben zu wollen, muss festgestellt werden, dass die herrschende juristische Meinung eine entsprechende Begründung eines Vorerwerbsrechts – zumindest de lege lata – nicht anerkennt<sup>62</sup>.

Aus betriebswirtschaftlicher Sicht muss dennoch konstatiert werden, dass das wirtschaftliche Grundproblem nichtsdestoweniger erhalten bleibt. Mit kommenden positiven Marktentwicklungen ist damit zu rechnen, dass die Diskussion um „die schönen Töchter“<sup>63</sup> wieder an Fahrt gewinnen wird<sup>64</sup>. Negative Reaktionen von Altaktionärsgruppen sind absehbar.

Dabei zeigt sich, dass die Entscheidungsträger auf diese Diskussion nur begrenzt vorbereitet sind. Nur bei zwei der vom *Arbeitskreis „Finanzierung“* befragten Konzernunternehmen ist in den untersuchten IPO-Fällen das Mitwirkungsrecht von Altaktionären am IPO-Entscheidungsprozess (Hauptversammlungsbeschluss) ein Gesprächsthema gewesen. Nur in einem Fall wurde überhaupt ein materielles Kompensationsrecht diskutiert<sup>65</sup>. Ein anderer Entscheidungsträger vertrat sogar dezidiert die Auffassung, dass das Konzernmanagement am besten wisse, was für „seine“ Aktionäre gut sei. Ob sich die deutschen Konzerne angesichts der im Markt herrschenden Skepsis und Ernüchterung eine so defensiv orientierte, unter Corporate-Governance-Gesichtspunkten problematische Handlungsstrategie langfristig leisten können, bleibt äußerst fraglich.

Was kann daher – proaktiv vor der nächsten Hot-Issue-Phase – zur Vertrauensbildung getan werden? Als Pole eines Kontinuums von Maßnahmenbündeln zeichnen sich aus Sicht des *Arbeitskreises* folgende Handlungsprogramme ab:

- (1) Jeweils eine Einzelfallentscheidung zur bevorzugten Zuteilung an organisierte Altaktionärsgruppen<sup>66</sup>;
- (2) Eine Veränderung des aktienrechtlichen Rahmens mit Kodifizierung von weitergehenden Entscheidungsrechten der Altaktionäre (Hauptversammlungsbeschluss) sowie einer speziellen Bezugsrechtsregelung (zumindest) für IPOs.

Strategie (1) erscheint nicht sachgerecht, um das Vertrauen der Marktteilnehmer insgesamt dauerhaft zu stärken. Strategie (2) ist insbesondere aus rechtssystematischer Sicht nicht unproblematisch: Wollte man diesen Weg verfolgen, müsste die bisherige aktienrechtliche Entscheidungs- und Geschäftsführungsbefugnis zwischen Vorstand und Aktionären wohl umfassend auf den Prüfstand gestellt werden. In diese Überprüfung müssten sämtliche Vermögens(verlagerungs)entschei-

61 Vgl. auf Kritik an diesem Argument reagierend *Lutter* (2001), S. 351f.

62 Vgl. pointiert *Busch/Groß* (2000); *Habersack* (2001). In Zusammenfassung der Diskussion und mit entsprechendem Urteil *Fleischer* (2001), S. 516.

63 *Habersack* (2001), S. 545.

64 Auch wenn diese zur Zeit eher im Weg des Trade Sales veräußert werden. Vgl. Werbung von *E.ON* (z.B. FAZ v. 8. Februar 2002, S. 19), die ähnlich bildhaft argumentiert: „Töchter geben wir nur in gute Hände. Dies gilt ganz besonders, wenn es so hübsche Töchter sind wie *Veba Oel* und *ARAL*“.

65 Nur im Fall der – ergänzend befragten – *mg technologies* ist ausdrücklich zum kompensierenden Auskauf von Aktionären Stellung genommen worden. Vgl. *Hornung/Wullenkord* (2001), S. 69.

66 Letzter bekannter Beispielfall: Laut unvollständigem Verkaufsprospekt der *Nordex AG* (16. März 2001, insbesondere S. 18) wurden im Rahmen der Emission 2.760.000 Aktien für den bevorzugten Erwerb durch die Altaktionäre des Konzerns (hier: *Balcke Dürer AG*, Ausschluss der *Babcock Borsig Beteiligungs GmbH*) zur Verfügung gestellt.



dungen – nicht nur IPOs – ab einer gewissen Größenordnung einbezogen werden. Die entsprechenden Aktionärsrechte – vor allem der bevorrechtigte Zugriff – dürften sich systematisch also nicht nur auf den IPO-Fall beschränken, sondern müssten zum Beispiel auch in geeigneter Form für Trade Sales<sup>67</sup> definiert werden<sup>68</sup>.

Da de lege lata die Position der Aktionäre bei Strukturentscheidungen hinreichend gesichert ist<sup>69</sup> – und außerdem pragmatisch festzustellen ist, dass bisher keine entsprechend tief wirkenden IPO-Transaktionen ersichtlich waren<sup>70</sup> –, erscheint dem *Arbeitskreis* eine derartige umfassende Neuregelung möglicherweise dann vermeidbar, wenn sich via Selbstregulierung wesentliche Konzerne und Emissionsbanken zu einer Durchsetzung eines Verhaltenskodexes („Grundsätze für die Durchführung von Börsengängen von Konzerneinheiten“) bereit erklären würden<sup>71</sup>.

In einem derartigen Verhaltenskodex könnte unter anderem der Umfang der Informationen an Aufsichtsrat und Hauptversammlung der Konzernmutter freiwillig spezifiziert werden<sup>72</sup>, zudem ließen sich Leitlinien für die Einbeziehung von Altaktionären in Sonderprogramme für bevorrechtigte Zuteilungen entwickeln. Ferner könnten Grundsätze für Spannanpassungen (im Bookbuilding) bei deutlichen Überzeichnungen aufgestellt werden<sup>73</sup>. Damit würde die Transparenz des Zuteilungsprozesses und der Platzierungsentscheidung deutlich erhöht. Außerdem ließen sich im dafür notwendigen gemeinsamen Diskussionsprozess – möglicherweise praktisch wirksame – Restriktionen (unter anderem Kosten des administrativen Prozesses von Zuteilungen, zeitliche Beschränkungen im Bookbuilding)<sup>74</sup> offen herausarbeiten und einem Interessenausgleich zwischen Banken-, Unternehmens- und Aktionärsvertretern zuführen. Diese Selbstbindung hätte dabei – gegenüber in der Regel unflexibleren gesetzlichen Regelungen – den Vorteil, sich evolutiv schneller an Kapitalmarktbedürfnisse anpassen zu können. Somit könnte schon der erste Konsultationsprozess (a) zu einer – administrativ dergestalt nicht leistbaren – Aufdeckung von Wissen<sup>75</sup> und (b) einer Vertrauensbildung in Aktionärskreisen beitragen. Schlussendlich erscheint es aber zur Vermeidung gesetz-

67 Verkauf an Dritte ohne Einschaltung der Börse. Zielgruppe sind einerseits strategische Investoren, andererseits Finanzinvestoren.

68 Vgl. hierzu in eher abwehrender Form *Fleischer* (2001), S. 545f., und vor allem *Habersack* (2001), S. 547. In dieser abwehrenden Argumentationslinie auch *Trapp/Schick* (2001), S. 389f.

69 Vgl. im Überblick Argumentation bei *Fleischer* (2001), S. 525ff.

70 Vgl. *Groß/Busch* (2000), S. 505ff.

71 In der Darstellung wurde bewusst vom Problemkreis „Minderheitsaktionäre“ abstrahiert. Dieser Aspekt müsste aber ebenfalls im Konsultationsprozess eines derartigen Kodexes erörtert werden.

72 Entsprechende Grundgedanken der weiten, einheitlichen und zeitnahen Information über wesentliche Geschäftsvorfälle finden sich auch im Deutschen Corporate Governance Kodex (26. Februar 2002), Downloadmöglichkeit unter <http://www.corporate-governance-code.de/>. Vgl. zum uneinheitlichen juristischen Meinungsbild über die Mitwirkungskompetenz der Hauptversammlung (de lege lata) *Bobnet* (1999); *Trapp/Schick* (2001). Durchaus unorthodox hingegen *Wackerbarth* (2002).

73 Vgl. grundlegend *Fleischer* (2001), S. 536ff., sowie in Abgrenzung zum Vorerwerbsrecht *Fleischer* (2001), S. 548.

74 Vgl. zu diesen pragmatischen Einwänden insbesondere *Busch/Groß* (2000), S. 509f. Diese Argumente werden u.a. aufgenommen von *Trapp/Schick* (2001), S. 388f.

75 Vgl. Grundgedanken der Hayekschen Wettbewerbslehre in *v. Hayek* (1969). Zur evolutivischen Ökonomik vgl. *Schneider* (1995); *Schneider* (1997).

licher Regelungen vordringlich, dass diese Konsultationsprozesse und die daraus abgeleiteten Selbstbindungsvorschriften in der Breite dann auch marktdisziplinierende Wirkung entfalten<sup>76</sup>.

Der *Arbeitskreis „Finanzierung“* sieht sich mit diesem Vorschlag grundsätzlich auf der Linie der *Regierungskommission „Corporate Governance“*, die in ihrem Bericht vom 10. Juli 2001 die Frage möglicher rechtlicher Regelungen dieser Fragestellung bis auf weiteres ebenfalls auf den Prüfstand gestellt hat<sup>77</sup>. Zudem schließt er argumentativ an die „Grundsätze für die Zuteilung von Aktienemissionen an Privatanleger“ der *Börsensachverständigenkommission beim BMF* an<sup>78</sup>.

### 5 Einbeziehung von und Interaktion mit IPO-Beratern

Der Erfolg eines IPOs hängt – insbesondere aufgrund seines Einmalcharakters für eine Vielzahl von Konzernen<sup>79</sup> – nicht zuletzt von der Qualität der hinzugezogenen Berater sowie deren Zusammenarbeit mit den internen Projektbeteiligten ab<sup>80</sup>. Als wesentliche Berater innerhalb eines IPO-Prozesses sind zu nennen:

- **Emissionsbanken:**  
Investment Banken als Lead Manager und Konsorten,
- **Rechtsanwälte:**  
Übernahme der sorgfältigen Prüfung der rechtlichen Grundlagen der IPO-Transaktion (sog. Legal Due Diligence<sup>81</sup>) sowie insbesondere tragende Mitgestaltung des Prospektentwurfs,
- **Wirtschaftsprüfungsgesellschaften:**  
Übernahme des sorgfältigen, auch prospektiv orientierten Reviews von Ist- und Plandaten (sog. Financial Due Diligence<sup>82</sup>),
- **IR-/PR-Agentur:**  
Marketing und Public Relation,
- **und gegebenenfalls ein externer Emissionsberater:**  
Mediatorfunktion zwischen Investment Banken und beteiligten Unternehmen (Konzernmutter, Tochterunternehmen)<sup>83</sup>.

76 Vgl. – ggf. sogar weitergehend – *Habersack* (2001), S. 549: „Ernsthaft nachzudenken ist dagegen über eine verbindliche kapitalmarktrechtliche Regelung der Zuteilung neu emittierter Aktien (...)“.

77 Vgl. den entsprechenden Kommissionsbericht, insbesondere im dritten Kapitel („Aktionäre und Anleger“), Rz. 165. Downloadmöglichkeit unter [http://www.mdr.ovs.de/index\\_12789.htm](http://www.mdr.ovs.de/index_12789.htm) - bericht. Vor diesem Hintergrund verwundert es, dass diese Gedanken bisher nicht ausreichend Eingang in den Deutschen Corporate Governance Kodex gefunden haben (s. Fn. 72, Arbeitsstand verifiziert durch Anfrage und Bestätigung am 25. Februar 2003). Zur grundsätzlichen Möglichkeit von Kodexmodifikationen vgl. *o.V.* (2001), S. 3. Letzte Modifikation erfolgte am 7. November 2002.

78 Entsprechende Downloadmöglichkeit unter <http://www.bawe.de/down/grunds.pdf>.

79 Vgl. *Abschnitt 6*.

80 Vgl. zu Auswahlkriterien bei der Beschäftigung externer Unternehmensberater allgemein *Höck/Keuper* (2001).

81 Vgl. zur Begriffsdefinition und Erläuterung *Schanz* (2000), S. 248f.

82 Vgl. zur Begriffsdefinition und Erläuterung *Schanz* (2000), S. 242ff. Einen umfassenden Überblick über Due-Diligence-Formen geben auch *Berens/Brauner* (1999).

83 Vgl. zur Begriffserläuterung und Aufgabenabgrenzung den Überblicksaufsatz von *Blättchen* (2000).

Dabei stellen die befragten Konzernmütter den in den jeweiligen Prozessen beteiligten Beratern durchgehend ein gutes Zeugnis aus: Alle Unternehmen (13) würden die involvierten Investment Banken beziehungsweise Wirtschaftsprüfungsgesellschaften wieder mandatieren. Nur ein Unternehmen würde jeweils die beteiligten Rechtsanwälte oder IR-/PR-Agenturen nicht wieder einschalten.

Erstaunlich ist, dass die gewonnene Innenansicht des IPO-Unternehmens von den beteiligten Rechtsanwalts- und Prüfungsgesellschaften überwiegend nicht (12 Unternehmen) zu Anschlussangeboten zur gemeinsamen Hebung von Verbesserungspotenzialen genutzt wird. Ein aktives Bewerben dieser Mandate scheint – über die durchgehend positive Wirkung in den jeweiligen Projekten hinaus – nicht stattzufinden. Zudem wurden die Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in keinem der 13 Untersuchungsfälle als Strukturierungspartner und Initiator von IPOs wahrgenommen. Diese Funktion bleibt aus Sicht der befragten Unternehmen den Strategieberatern beziehungsweise Investment Banken vorbehalten.

Insofern ist dieser Markt aus Nachfragersicht nach persönlichen Präferenzen differenziert, insbesondere die internationalen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften sind vom erklärten Ziel einer umfassenden IPO-Beratung in diesem Geschäftsfeld offenbar weiter als die Investment Banken entfernt<sup>84</sup>.

Ein externer Emissionsberater als Mediator im Entscheidungsprozess zwischen Investment Banken und Unternehmen wird von der überwiegenden Anzahl der beteiligten Konzernmütter als nicht notwendig erachtet (9 Antworten). Diejenigen Konzerne, die einen externen Emissionsberater eingeschaltet haben, bewerten dies als sehr positiv (4 Antworten) und loben dessen interessenausgleichende Funktion. Dabei werden vor allem Investment Banken geschätzt, die über die notwendige Prozesskenntnis verfügen, aber keine entsprechende Platzierungskraft im Kapitalmarkt besitzen. Die entsprechende Anbieterseite ist auskunftsgemäß zahlenmäßig eng begrenzt<sup>85</sup>.

Von den beteiligten Konzernunternehmen wird mit einer starken Präferenz (9 Antworten) eine „straffe Prozessführung aus einer Hand“ bevorzugt. Dabei sind starke Parallelen zwischen den Strukturen der Projektteams festzustellen: An der Spitze steht ein Lenkungsausschuss (Steering Committee) – unter Umständen auch mit einem zusätzlich verkleinerten Team aus strategischen Projektverantwortlichen –, darunter sind funktional (im allgemeinen Recht, Rechnungswesen/Controlling, Steuern, Marketing/Kommunikation) die operativen Teams aufgehängt.

Nach internen Verbesserungspotenzialen in der Aufbauorganisation und im Prozess gefragt, weisen eine Vielzahl von Unternehmensvertretern (8 Antworten) darauf hin, dass sie zukünftig auf eine geringere Anzahl von Externen und Internen in entscheidenden Sitzungsperioden achten und insgesamt die Projektführung straffen würden.

84 Nur teilweise für Wirtschaftsprüfungsgesellschaften positivere Studienergebnisse bei *Ostrowski/Sommerhäuser* (2000).

85 In den Befragungen wurden insbesondere zwei Investment Banken genannt, die sich auf diese Dienstleistung spezialisiert haben.

### 6 Wesentliche Punkte des Reorganisationsbedarfs zwischen Mutter- und Tochterunternehmen

Die Aufgabe, das betroffene Tochterunternehmen sowie dessen Verhältnis zur Konzernmutter zu reorganisieren, begleitet das interne und externe IPO-Team während der ganzen Projektzeit. Die Umstrukturierung von Potenzialen und Prozessen beginnt mit der strategischen Grundsatzentscheidung und endet *nicht* mit dem Platzierungsdatum, sondern wirkt noch tief in die Post-IPO-Phase hinein. Insofern liegt der Abgrenzung des Projektzeitraums ein weites Verständnis zu Grunde: IPO und finanzielle sowie organisatorische Nachfolgemaßnahmen müssen aufeinander bezogen und miteinander verschränkt werden<sup>86</sup>.

Die Befragung der untersuchten Unternehmen bestätigt diese Analyse. Nach der vordringlichen Priorität bei der Formierung des IPO-Unternehmens befragt, antworten 10 Entscheidungsträger mit „Schaffung materieller Selbständigkeit des IPO-Unternehmens“, zwei sehen die „Bündelung wirtschaftlicher Aktivitäten“ als vordringliche Aufgabe und ein Vertreter legt schließlich das Schwergewicht auf „arbeitsrechtliche Strukturierungsmaßnahmen“. Insgesamt steht also zum Beginn des IPOs die Schaffung eines unabhängigen, das heißt materiell börsenfähigen Unternehmens im Vordergrund der Gestaltungsaktivitäten im Konzern<sup>87</sup>. Zu diesen Gestaltungsaktivitäten zählen auskunftsgemäß vor allem die Schaffung von bisher nicht vorhandenen Zentralfunktionen wie Rechnungswesen (Reporting)/Controlling und Investor-Relations-Abteilungen sowie die vertragliche Regelung der Stellung zur Konzernmutter wie unter Dritten (at arm's length)<sup>88</sup>. Die organisatorische und rechtliche Unabhängigkeit des IPO-Unternehmens ist Grundvoraussetzung dafür, um als eigenständige Kapitalmarktadresse in der Financial Community anerkannt zu werden. Außerdem ist sie essenziell, um mittelfristig den Exit der Konzerntochter durchführen zu können<sup>89</sup>.

Da der Zeitplan eines IPOs bei der Platzierung einer Konzerntochter gedrängt ist – die Vorbereitungs- und Durchführungsphase laufen regelmäßig in einer Frist von 6 bis 12 Monaten ab<sup>90</sup> –, sind schon aufgrund dieser zeitlichen Beschränkung nicht alle gewünschten Umgestaltungsmaßnahmen bis zur Platzierung durchführbar. Zudem ergeben sich stets während des Projektablaufs neue Erkenntnisse und daraus abgeleiteter Handlungsbedarf. Dieser Sachverhalt wird von allen befragten Unternehmensvertretern bestätigt (13). Wesentlich scheinen hierfür betriebswirtschaftliche Gründe im Geschäftsablauf des Tochterunternehmens zu sprechen (8 Nennungen). Zwei Befragte heben ferner die Notwendigkeit hervor, bisher nicht erfasste Sachverhalte einzelvertraglich mit den Konzerngesellschaften zu regeln (im Allgemeinen handelt es sich um Dienstleistungs- und Nutzungsverträge).

Eindeutige Handlungsfelder, deren Wirkungen auch weit in die Post-IPO-Phase hineinragen, sind außerdem Modifizierungen/Erneuerungen des Reporting-Systems des jeweiligen Tochterunternehmens (7 Nennungen). Regelmäßig besteht Anpassungsbedarf bei den befragten Unternehmen der New Economy. Ein Unter-

86 Vgl. u.a. plakativ *Blowers/Griffith/Milan* (1999), S. 183.

87 Vgl. als spezifischen Gestaltungsfall *T-Online*, entsprechende Ausführungen finden sich bei *Achleitner* (2000), S. 406ff.

88 Diese Arbeitsfelder beherrschen auch die betriebswirtschaftliche Fachliteratur zum Going Public von Konzerneinheiten. Vgl. stellvertretend *Schanz* (2000), S. 21f.

89 Vgl. *Abschnitt 3*.

90 Allgemeiner Erfahrungswert aus den geführten Interviews.

nehmensvertreter hebt diesen Problembereich besonders hervor: Im Beispielfall hat das Customizing des entwickelten Konzernreportingsystems und -wertmanagements die meisten Kapazitäten im Reorganisationsprozess gebunden. Als spezielle Organisationsaspekte nennen jeweils ein Unternehmensvertreter die Vernetzung zum (internen) Wertmanagement, die Umstellung auf die Bilanzierung nach internationalen Rechnungslegungsstandards sowie die Notwendigkeit, Doppelsysteme (im konkreten Fall: IAS- und US-GAAP-Reporting) in der Kommunikation zur Konzernmutter sowie zur Financial Community zu pflegen. Zudem heben zwei Vertreter den verstärkten Abstimmungsbedarf zwischen Financial-Reporting-Einheiten und den teils neu gegründeten Investor-Relations-Abteilungen hervor.

Beachtenswert ist andererseits, dass der IPO bei den Konzernmüttern nicht zum Aufbau von eigenständigen Going-Public-Einheiten im Finanzbereich führt. Der Einmalcharakter von Börsengängen überwiegt so stark, dass in einer entsprechenden Investition kein Sinn gesehen wird (13 Nennungen). Sollte zukünftig wieder ein Going Public im Konzern durchgeführt werden, so würden für eine solche Transaktion zwar auskunftsgemäß wieder beteiligte Entscheidungsträger der Konzernmütter hinzugezogen werden, das Schwergewicht wird aber erneut auf dem fallbezogenen „Zukauf von Wissen“ in Form von Beratungsverträgen (zum Beispiel mit Investment Banken) liegen.

Vor diesem Hintergrund leiten sich nach Ansicht des *Arbeitskreises* folgende Haupteckdaten ab:

- **Aus Sicht des Konzerns und seiner Tochter:** Eine frühzeitige Strukturierung der Anpassungsprojekte – insbesondere im Reporting- und im Investor-Relations-Bereich – ist notwendig. Dazu gehört eine bewusste Einbeziehung der Post-IPO-Phase in den Planungsprozess.
- **Aus Beratersicht:** Angesichts des Vorsprungs an Projekterfahrung und der offensichtlichen Nachfragesituation bestehen deutliche Marktchancen für Beratungsunternehmen im IPO-Markt.

### 7 Maßnahmen des Wertmanagements vor und nach dem Börsengang

Entwickelte Wertmanagementsysteme sind in den befragten Konzernen zu einem relativ hohen Anteil vertreten: Sieben Unternehmen sind der Auffassung, ein geschlossenes wertorientiertes Kennzahlensystem<sup>91</sup> mit entsprechend fundierten variablen Entlohnungsbestandteilen (variable Vergütung, Stock-Option-Programme<sup>92</sup>) im Konzern implementiert zu haben, überdies gehen drei von einem aktiven Post-IPO-Controlling aus. Insofern belegen diese Daten zusätzlich den in anderen Studien breiter fundierten Wertmanagementtrend in der deutschen Wirtschaft<sup>93</sup>. Dabei

91 Wertorientiertes Kennzahlensystem, bei dem eine Operationalisierung in harte Werttreiber (z.B. Ergebnis-/Cashflow-Einflussgrößen, Kapitalkosten) für die Führungseinheiten vorliegt. Zumeist in Form von Residualgewinnkonzepten (Cash-Value-Added (CVA), Economic-Value-Added (EVA)) ausgestaltet. Vgl. zu den Grundlagen von Residualgewinnkonzepten zusammenfassend *Hostettler* (2000); *Lewis* (1995). Kritisch hierzu *Schneider* (2001).

92 Vgl. zusammenfassend *Pellens* (1998).

93 Vgl. im Überblick *Pellens/Tomaszewski/Weber* (2000).

darf allerdings der im Zuge des IPO zu konstatierende Anpassungsbedarf in den Tochterunternehmen nicht vernachlässigt werden<sup>94</sup>.

Verbesserungsbedarf ergibt sich aus Sicht des *Arbeitskreises* insbesondere bei der Frage des Post-IPO-Controllings sowie der Kommunikation des Wertmanagements (Value Reporting<sup>95</sup>).

In einer Vielzahl von Befragungsfällen wird der Emissionspreis als „politischer Preis“ bezeichnet, das heißt als ein Preis, der insbesondere auf den Interessenausgleich der beteiligten Entscheidungs- und Einflussträger gerichtet sei. Sieben befragte Unternehmensvertreter signalisieren beispielsweise offen, dass in ihren Projekten ein entsprechendes Underpricing wesentlich von den beteiligten Investment Banken gefördert wurde. Die grundsätzlich an der Erlösmaximierung interessierten Konzernunternehmen (vgl. *Abschnitt 3*) akzeptieren diese Unterpreisung in einem gewissen Toleranzbereich, da sie im Verbund mit Investment Banken und Anlegern an einer positiven Börsenpreisentwicklung nach dem IPO interessiert sind<sup>96</sup>.

Vor diesem Hintergrund ist es nun aufschlussreich, inwieweit diese intendierte Positiventwicklung gesteuert und kontrolliert wird. Überwiegend findet sich die Überzeugung, dass dies am besten durch eine Kontrolle wertorientierter Kennzahlen geschieht. Dahinter steht die Einsicht, dass hinreichend informationseffiziente Märkte langfristig zum fundamental begründeten „inneren Wert“ einer Aktie tendieren<sup>97</sup>. Der umgekehrte Weg scheint bisher selten gegangen zu werden: Ein Börsenkursziel wird lediglich bei drei Befragten situationsbezogen und nur bei einem Unternehmen in einem jüngst entwickelten Planungstool in das Wertmanagement einbezogen.

Eine zumindest flankierende Top-down-Planung aus Börsenkurszielen erscheint dem *Arbeitskreis* angeraten, um zukünftig interne Wertmanagementplanungen näher überprüfen und fundieren zu können<sup>98</sup> (*Abbildung 9*).

Auf diese Weise könnte der mit dem Kapitalmarkt geführte Austausch über Wertschaffungsziele weiter gefördert werden. Dafür wäre ferner ein zeitlich stabileres und geschlosseneres Value Reporting zu implementieren. Insbesondere bei den befragten New-Economy-Werten besteht diesbezüglich aus Sicht des *Arbeitskreises* „Finanzierung“ noch deutlich Nachholbedarf.

94 Vgl. *Abschnitt 6*.

95 Vgl. im Überblick mit empirischer Auswertung *Pellens/Hillebrandt/Tomaszewski* (2000). Ergänzend vgl. Empfehlungen bei *Güntber/Beyer* (2001), S. 1627-1630.

96 Vgl. – auch mit entsprechenden Einschränkungen – *Abschnitt 4*.

97 Vgl. *Abschnitt 4*.

98 Der *Arbeitskreis* „Finanzierung“ dankt Dr. *Daniel Stelter* (BCG, Berlin) für sein diesbezügliches Referat im Rahmen einer Arbeitskreissitzung. Vgl. z.B. auch *BCG* (2000), S. 20f. Entsprechende Tools werden auch von konkurrierenden Beratungsunternehmen (bspw. *Stern Stewart*) entwickelt.

Abbildung 9: Börsenkurszielvorgabe als „Werthürde“ nutzen

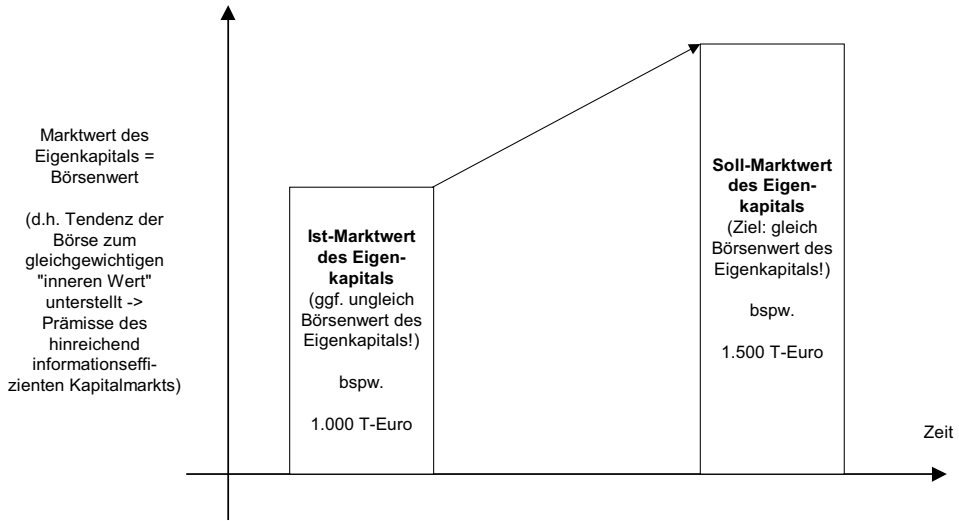


Abbildung 10: Beispielrechnung

| <b>Beispielrechnung<sup>99</sup>:</b>                           | <b>Ist</b>      | <b>Soll</b>       |
|---|-----------------|-------------------|
| EK-Wert   | 1.000 T-Euro    | 1.500 T-Euro      |
| EK-Kosten<br>(annahmegemäß konstant)                            | 10%             | 10%               |
| Cashflow an Eigenkapitalgeber<br>(Unternehmensebene)            | 100 T-Euro      | 150 T-Euro        |
| Beitrag Geschäftsbereich 1<br>(Anteil als konstant unterstellt) | 40 T-Euro (40%) | 60 T-Euro (40%)   |
| Beitrag Geschäftsbereich 2<br>(Anteil als konstant unterstellt) | 15 T-Euro (15%) | 22,5 T-Euro (15%) |
| Beitrag Geschäftsbereich 3<br>(Anteil als konstant unterstellt) | 45 T-Euro (45%) | 67,5 T-Euro (45%) |

Die unter den Strukturannahmen abgeleiteten Soll-Werte können nun mit den Planungen der Geschäftsbereiche verglichen werden: Ein strategischer Anpassungsbedarf ist dann unter Umständen abzuleiten.

99 Die vorgestellte einfache Beispielrechnung dient nur der Erläuterung der grundsätzlichen Systematik. In der Realität sind z.B. unterschiedliche divisionale Kapitalkosten (vgl. Fn. 30), variierende Wachstumspfade pro Geschäftsbereich und marktbedingte Strukturverschiebungen zu berücksichtigen. Vgl. zu Shareholder-Value-Steigerungsstrategien auch *Abschnitt 3*.

### 8 Fazit und Ausblick

Aus seinen Untersuchungsergebnissen leitet der *Arbeitskreis „Finanzierung“* insbesondere folgende Handlungsempfehlungen für die Börsengänge von Konzerneinheiten ab:

- **Motivstrukturen offen kommunizieren und für den Kapitalmarkt transparent und schlüssig verfolgen:** Der IPO einer Konzerneinheit macht grundsätzlich als Exit-Strategie Sinn. Ein Non-Exit-Szenario trifft auf eine entsprechend hohe Skepsis der Financial Community. Frühzeitig sind in den Szenarien entsprechende Anschluss-Strategien zu kommunizieren und dann auch schlüssig umzusetzen, sonst entsteht ein Friktionspotenzial mit den Kapitalanlegern.
- **Kodexentwicklung zur Einbeziehung von Aktionären des Konzernmutterunternehmens (Altaktionäre):** Möglicherweise unflexiblen gesetzlichen Regelungen, die zudem auf rechtssystematische Schwierigkeiten stoßen könnten, sollten Konzerne und Investment Banken vorgreifen. Das Vertrauen des Kapitalmarkts ist zu stärken, indem im Wege der Selbstbindung Grundsätze für die Zuteilung von Aktien an Altaktionäre entwickelt werden. Über die Emissionspreisbildung sollte breiter und auf Basis solcher selbständig erarbeiteten Grundsätze informiert werden.
- **Aktivere Prozessteuerung – in Interaktion mit Beratern – mit Fokus auf Strategieformulierung und Reorganisation:** Nicht nur aufgrund der Komplexität der Platzierungsfindung selbst, sondern vor allem mit Blick auf die Strategieformulierung sowie die jeweiligen Reorganisationsaufgaben (insbesondere Rechnungswesen, Investor Relation) sind eine straffe Strukturierung und vorausschauende Planung essenzielle Bestandteile eines IPO-Projekts. Es besteht ein deutlich nachfragegetriebener Markt, der von Beratungsunternehmen mit Blick auf die Bedürfnisse der Post-IPO-Phase stärker genutzt werden kann.
- **Transparenteres Wertmanagement:** Das Post-IPO-Controlling und Value Reporting müssen verbessert werden, um das Wertmanagement noch stärker an die Bedürfnisse des Kapitalmarkts anzukoppeln.

Mit entsprechenden Maßnahmepaketten erscheint es möglich, die zurzeit herrschende Skepsis und Enttäuschung in den Primärmärkten sukzessive abzubauen. Bei der Erfüllung dieser „Hausaufgaben“ dürfte die abgeebbte „IPhOria“ eher von Vorteil sein. Auf Basis fundierter Neuplatzierungen ist damit mittelfristig eine Wiederbelebung des IPO-Geschäfts – insbesondere mit fundamental gut vorbereiteten Primary Offerings von Konzerneinheiten – zu erwarten.

### Literaturverzeichnis

- Achleitner, Ann-Kristin* (Hrsg.) (2000), Handbuch Investment-Banking, 2. Aufl.
- Arbeitskreis „Finanzierung“* (1996), Wertorientierte Unternehmenssteuerung mit differenzierten Kapitalkosten, in: zfbf, 48. Jg., S. 543–578.
- Annema, André/Fallon, William C./Goedhart, Marc H.* (2001), Do Carve-outs Make Sense?, in: McKinsey Quarterly (Autumn), o. Jg., S. 6–10.
- Baumeister, Alexander/Werkmeister, Clemens* (2001a), Auktionsverfahren für Aktienemissionen, in: Der Finanz Betrieb, 3. Jg., S. 44–49.
- Baumeister, Alexander/Werkmeister, Clemens* (2001b), Aktuelle Entwicklungen bei Emissionsverfahren für Aktien, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 30. Jg., S. 225–228.
- Baetge, Jörg* (2000), Konzernbilanzen, 5. Aufl.



- BCG (2000) – Hrsg.: *New Perspectives on Value Creation: A Study of the World's Top Performers*.
- Beierlein, Jaclyn (2001), *IPO Auctions: A Comparison of Discriminatory Price and Uniform Price Auctions*, Working Paper University of Utah (Teil des Dissertationsprojekts von Ms. Beierlein).
- Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U. (Hrsg.) (1999), *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, 2. Aufl.
- Blättchen, Wolfgang (2000), *Warum Sie überhaupt an die Börse gehen sollen – die Sicht des externen Beraters*, in: *Volk* (2000a), S. 3–28.
- Blättchen, Wolfgang/Jacquillat, Bertrand (1999), *Börseneinführung – Theorie und Praxis*.
- Blowers, Stephen C./Griffith, Peter H./Milan, Thomas L. (1999), *The Ernst & Young LLP Guide to the IPO Value Journey*.
- Bohnet, Uwe (1999), *Die Mitwirkungskompetenz der Hauptversammlung von Holding-Gesellschaften bei der Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen – insbesondere nach den Grundsätzen der Holzmüller-Entscheidung* –, in: *Der Betrieb*, 52. Jg., S. 2617–2622.
- Brealey, Richard A./Myers, Stewart C. (2000), *Principles of Corporate Finance*, 6. Aufl.
- Breuer, Rolf-E. (2002), *Der deutsche Finanzmarkt zwischen Deregulierung und Re-Regulierung*, in: *Die Bank*, o. Jg., S. 544–548.
- Bühner, Rolf (1990), *Reaktionen des Aktienmarkts auf Unternehmenszusammenschlüsse - eine empirische Untersuchung*, in: *zfbf*, 42. Jg., S. 295–316.
- Busch, Torsten/Groß, Wolfgang (2000), *Vorerwerbsrechte der Aktionäre beim Verkauf von Tochtergesellschaften über die Börse?*, in: *Die Aktiengesellschaft*, 45. Jg., S. 503–510.
- Campbell, John Y./Lo, Andrew W./MacKinlay, Archie C. (1997), *The Econometrics of Financial Markets*.
- Claussen, Carsten P. (2002), *Dem Neuen Markt eine zweite Chance*, in: *Der Betriebs-Berater*, 57. Jg., S. 105–112.
- Copeland, Thomas E./Weston, John F. (1988), *Financial Theory and Corporate Policy*, 3. Aufl.
- Derrien, Francois/Womack, Kent L. (2001), *Auctions vs. Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets*, Working Paper Tuck (Dartmouth), Veröffentlichung avisiert in „The Review of Financial Studies“.
- Ebke, Werner F. (2001), *Wenn Tochtergesellschaften an die Börse gehen*, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (FAZ) v. 2. Mai 2001, S. 50.
- Ehrhardt, Olaf (1997), *Börseneinführungen von Aktien am deutschen Kapitalmarkt*.
- Fama, Eugene F. (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in: *Journal of Finance*, Vol. 25, S. 383–417.
- Fisher, Irving (1930), *The Theory of Interest*.
- Fischer, Holger (2001), *Börseneinführung von Tochtergesellschaften*, in: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 165. Bd., S. 513–549.
- Günter, Thomas/Beyer, Dirk (2001), *Value Based Reporting – Entwicklungspotenziale der externen Unternehmensberichterstattung*, in: *Der Betriebs-Berater*, 56. Jg., S. 1623–1630.
- Habersack, Matthias (2001), *„Holzmüller“ und die schönen Töchter – zur Frage eines Vorwerbsrechts der Aktionäre beim Verkauf von Tochtergesellschaften*, in: *Wertpapiermitteilungen*, 55. Jg., S. 545–549.
- Hansen, Herbert (2000), *Der Börsengang aus Sicht des Privatanlegers*, in: *Volk* (2000a), S. 45–62.
- Henze, Hartwig (2001), *Entscheidungen und Kompetenzen der Organe in der AG: Vorgaben der höchstrichterlichen Rechtsprechung*, in: *Der Betriebs-Berater*, 56. Jg., S. 53–61.
- Höck, Michael/Keuper, Frank (2001), *Empirische Untersuchung zur Auswahl und Kompetenz von Beratungsgesellschaften*, in: *Die Betriebswirtschaft*, 61. Jg., S. 427–442.
- Hornung, Karlheinz/Wullenkord, Axel (2001), *Equity Carve-outs von Tochterunternehmen – Börsengang eines Tochterunternehmens, dargestellt am Beispiel des IPOs der Metallhandelsaktivitäten der Metallgesellschaft AG*, in: *zfbf*, 53. Jg., S. 57–76.
- Hostettler, Stephan (2000), *Economic Value Added (EVA), Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften*, 4. Aufl.
- Hüffler, Uwe (1999), *Aktiengesetz (Kommentar)*, 4. Aufl.
- J.P. Morgan (Hrsg.) (2000), *Equity Carve-outs and Shareholder Value*.
- Klemperer, Paul (1999), *Auction Theory: A Guide to the Literature*, in: *Journal of Economic Surveys*, Vol. 13, S. 227–286.

- Köbn, Rüdiger* (2000), Verborgene Schätze – warum Konzerne ihre Töchter zu Aktiengesellschaften machen, in: *Financial Times Deutschland* v. 30. August 2000, S. 31.
- Langenbach, Wilm* (2001), Börseneinführungen von Tochtergesellschaften – eine konzeptionelle und empirische Analyse zur Optimierung der Rationalitätssicherung durch Märkte.
- Lewis, Thomas G.* (1995), Steigerung des Unternehmenswertes: Total-Value-Management, 2. Aufl.
- Loughbran, Tim/Ritter, Jay R./Rydqvist, Kristian* (1994), Initial Public Offerings: International Insights, in: *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 2, S. 165–199.
- Lutter, Marcus* (2000), Das Vor-Erwerbsrecht/Bezugsrecht der Aktionäre beim Verkauf von Tochtergesellschaften über die Börse, in: *Die Aktiengesellschaft*, 45. Jg., S. 342–345.
- Lutter, Marcus* (2001), Noch einmal: Zum Vorerwerbsrecht der Aktionäre beim Verkauf von Tochtergesellschaften über die Börse, in: *Die Aktiengesellschaft*, 46. Jg., S. 349–353.
- Modigliani, Franco/Miller, Merton H.* (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, in: *American Economic Review*, Vol. 48, S. 261–207.
- Müller, Christian/Tietzel, Manfred* (2000), Ein Fluch für die Altaktionäre, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (FAZ) v. 7. Oktober 2000, S. 15.
- Ostrowski, Markus/Sommerhäuser, Hendrik* (2000), Wirtschaftsprüfer und Going Public – eine explorative Studie über die Dienstleistungen von Wirtschaftsprüfern bei Börseneinführungen, in: *Die Wirtschaftsprüfung*, 53. Jg., S. 961–970.
- O.V.* (2001), Verhaltenskodex stärkt Aktionärsrechte, in: *Handelsblatt* v. 19. Dezember 2001, S. 3.
- O.V.* (2002a), Das Geschäft mit Börsengängen liegt am Boden, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (FAZ) v. 2. Januar 2002, S. 23–24.
- O.V.* (2002b), Sommer – T-Mobile kommt nur bei besserem Umfeld an die Börse, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (FAZ) v. 12. März 2002, S. 22.
- O.V.* (2002c), Amerikas Vorzeigunternehmen werfen Ballast ab, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (FAZ) v. 22. März 2002, S. 25–26.
- O.V.* (2002d), Börsengänge an der Wall Street ziehen wieder an, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (FAZ) v. 23. März 2002, S. 25.
- Pellens, Bernhard* (1993), Börseneinführung von Tochterunternehmen – Aktienmarktreaktionen auf die Performance des Mutterunternehmens, in: *zfbf*, 45. Jg., S. 852–872.
- Pellens, Bernhard* (Hrsg.) (1998), Unternehmenswertorientierte Entlohnungssysteme.
- Pellens, Bernhard/Fühlbier, Rolf-U.* (2000), Wie langjährige Aktionäre unmittelbare Vermögensverluste erleiden, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (FAZ) v. 15. Mai 2000, S. 32.
- Pellens, Bernhard/Rockholtz, Carsten/Stienemann, Marc* (1997), Marktwertorientiertes Konzerncontrolling in Deutschland, in: *Der Betrieb*, 50. Jg., S. 1933–1939.
- Pellens, Bernhard/Hillebrandt, Franca/Tomaszewski, Claude* (2000), Value Reporting – eine empirische Analyse der DAX-Unternehmen, in: *Wagenhofer, Alfred/Hrebicek, Gerhard* (Hrsg.), Wertorientiertes Management – Konzepte und Umsetzungen zur Unternehmenswertsteigerung, S. 177–207.
- Pellens, Bernhard/Tomaszewski, Claude/Weber, Nicolas* (2000), Wertorientierte Unternehmensführung in Deutschland – eine empirische Untersuchung der DAX-100-Unternehmen, in: *Der Betrieb*, 53. Jg., S. 1825–1833.
- Picot, Gerhard/Land, Volker* (1999), Going Public - Typische Rechtsfragen des Ganges an die Börse, in: *Der Betrieb*, 52. Jg., S. 570–575.
- Reuschenbach, Helmut* (2000), Der Börsengang der Deutschen Telekom AG, in: *Volk* (2000a), S. 159–187.
- Richter, Frank* (1999), Konzeption eines marktwertorientierten Steuerungs- und Monitoringsystems, 2. Aufl.
- Ritter, Jay R.* (2002), The Future of the New Issues Market, Working Paper Wharton (Pennsylvania).
- Ritter, Jay R./Welch, Ivo* (2002), A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations, Working Paper (National Bureau of Economic Research, USA).
- Röder, Klaus/Dorfleiter, Gregor* (2002), Der Optionscharakter von Bezugsrechten, in: *zfbf*, 54. Jg., S. 460–477.
- Sapusek, Annemarie* (1998), Informationseffizienz auf Kapitalmärkten: Konzepte und empirische Ergebnisse.
- Sapusek, Annemarie* (2000), Benchmark-Sensitivity of IPO Lon-Run-Performance: An Empirical Study for Germany, in: *Schmalenbach Business Review*, Vol. 52, S. 374–405.

- Schanz, Kay-M.* (2000), Börseneinführung – Recht und Praxis des Börsengangs.
- Schildbach, Thomas* (2001), Der Konzernabschluss nah HGB, IAS und US-GAAP, 6. Aufl.
- Schipper, Katherine/Smith, Abbie* (1986), A Comparison of Equity Carve-Outs and Seasoned Equity Offerings: Share Price Effects and Corporate Restructuring, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, S. 153–186.
- Schmidt, Reinhard H./Terberger, Eva* (1999), Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4. Aufl. (Nachdruck).
- Schneider, Dieter* (1995), Betriebswirtschaftslehre, Bd. 1: Grundlage, 2. Aufl.
- Schneider, Dieter* (1997), Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3: Theorie der Unternehmung.
- Schneider, Dieter* (2001), Oh, EVA, EVA, schlimmes Weib: Zur Fragwürdigkeit einer Zielvorgabe-Kennzahl nach Steuern im Konzerncontrolling, in: *Der Betrieb*, 54. Jg., S. 2509–2514.
- Stangner, Karl-H./Moser, Ulrich* (1999), Going Public: Praktische Umsetzung des Börsengangs, in: *Der Betrieb*, 52. Jg., S. 759–761.
- Stehle, Richard/Ehrhardt, Olaf* (1999), Renditen bei Börseneinführungen am deutschen Kapitalmarkt, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 69. Jg., S. 1395–1422.
- Süchting, Joachim* (1995), Finanzmanagement – Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung, 6. Aufl.
- Terstege, Udo* (2001), Bezugsrechte bei Kapitalerhöhungen – eine ökonomische Analyse aus Aktionärs-sicht.
- Trapp, Christoph/Schick, Werner* (2001), Die Rechtsstellung des Aktionärs der Obergesellschaft beim Börsengang von Tochtergesellschaften, in: *Die Aktiengesellschaft*, 46. Jg., S. 381–391.
- v. Hayek, Friedrich* (1969), Freiburger Studien.
- Vijh, Anand M.* (1999), Long-term Returns from Equity Carveouts, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, S. 273–308.
- Volk, Gerrit* (2000a) – Hrsg.: Going Public – der Gang an die Börse: Beratung, Erfahrung, Begleitung, Neuer Markt, 3. Aufl.
- Volk, Gerrit* (2000b), Shareholder Value und die Börseneinführung von Tochtergesellschaften, in: *Volk* (2000a), S. 123–140.
- Wackerbarth, Ulrich* (2002), Aktionärsrechte beim Börsengang einer Tochter – obey the law, if not the spirit, in: *Die Aktiengesellschaft*, Vol. 47, S. 14–24.
- Williams, John B.* (1938), *The Theory of Investment Value*.

### Urteile:

- Holz-müller-Entscheidung, BGHZ 83, 122 (auch Leitsätze in *Neue Juristische Wochenschrift* 1982, 35. Jg., S. 1703–1708).

### Kodizes (ggf. Entwurf):

- Börsensachverständigenkommission beim BMF*: Grundsätze für die Zuteilung von Aktienemissionen an Privatanleger vom 7. Juni 2000, Downloadmöglichkeit unter <http://www.bawe.de/down/grunds.pdf>.
- Regierungskommission „Corporate Governance“*: Kommissionsbericht vom 10. Juli 2001, Download-möglichkeit unter [http://www.mdr.ovs.de/index\\_12789.htm](http://www.mdr.ovs.de/index_12789.htm) - bericht.
- Regierungskommission „Deutscher Corporate Governance Kodex“*: Kodex vom 26. Februar 2002, Down-loadmöglichkeit unter <http://www.corporate-governance-code.de/>.

### Explizit zitierte (unvollständige) Verkaufsprospekte:

- Nordex AG*, 16. März 2001.
- Heidelberger Druckmaschinen AG*, 5. Dezember 1997.

### Summary

This paper discusses the adequate design of equity carve-outs and spin-offs. The *Schmalenbach Working Group „Finance“* based its advise on an empirical analysis of equity carve-outs and spin-offs of the years 1997-2000. This empirical study is dealing with five issues which are of vital importance in respective IPO processes:

(1) the underlying motives for the decision to go public, (2) the appropriate way of considering the interests of the parent company's shareholders, (3) the company's relationship with the involved IPO consultants, (4) the need to reorganize the IPO vehicle and – finally – (5) the consistent commitment to shareholder value management (before and after the IPO).

JEL-Classification: G32, G34.

Keywords: Equity Carve-Out; Shareholder Value; Spin-Off; Subsidiary IPOs.  
Börsengänge von Konzerneinheiten; Equity Carve-Out; Spin-Off; wertorientierte Unternehmensführung.