

Andreas Löh

# Börsengang

**Kapitalmarktchancen prüfen und umsetzen**

2. Auflage

2006

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

# Inhaltsverzeichnis

<b>Vorwort zur 2. Auflage</b> .....	<b>V</b>
<b>Vorwort zur 1. Auflage</b> .....	<b>XI</b>
<b>Der Autor</b> .....	<b>XIII</b>
<b>Inhaltsverzeichnis</b> .....	<b>XV</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	<b>XX</b>

<b>Einleitung</b> .....	<b>1</b>
-------------------------	----------

<b>1</b>	<b>Phase 1 - Erste Überlegungen</b> .....	<b>10</b>
1.1	Die zehn meist gestellten Fragen (»faqs«) von Börsenkandidaten	10
1.1.1	Ist meine/unsere Gesellschaft börsenreif? .....	11
1.1.2	Welche Alternativen zu einem Börsengang gibt es? .....	12
1.1.3	Wie viel kostet der Börsengang? .....	12
<b>1.1.4</b>	<b>Mit welcher Bewertung kann gerechnet werden? .....</b>	<b>13</b>
1.1.5	Wie schnell kann das Unternehmen an der Börse notiert sein? ...	14
1.1.6	Wie lässt sich ein ausreichendes Gezeichnetes Kapital vor Börsengang darstellen? .....	14
1.1.7	Wie können die Altgesellschafter ihre Mehrheit auch nach dem Börsengang sichern? .....	15
1.1.8	Wie und unter welchen Kriterien finde ich die richtigen Partner/ Berater zur Vorbereitung und Durchführung des Börsengangs? ..	15
1.1.9	Welches sind die häufigsten Fehler und wie können diese möglichst vermieden werden? .....	16
1.1.10	Was ist auf dem Weg an die Börse als Erstes zu tun? .....	18
1.2	Motive für einen Börsengang .....	18
1.3	Vorteile eines Börsengangs .....	21
1.4	Nachteile eines Börsengangs .....	23
1.5	Alternativen bzw. Zwischenschritte zum Börsengang .....	25
1.5.1	Eine Frage der Freiheitsgrade .....	26
1.5.2	Verkauf der Mehrheit oder des gesamten Unternehmens .....	26
1.5.3	Aufnahme größerer Einzel-(Pre-IPO)Beteiligungspartner .....	27
1.5.3.1	Industrielle Investoren .....	27
1.5.3.2	Privatinvestoren .....	28
1.5.3.3	Beteiligungsgesellschaften .....	29
1.5.3.4	Banken/Wertpapierhandelshäuser .....	34
1.5.3.5	Aufstockung des Beteiligungskapitals durch Nutzung öffentlichrechtlicher Beteiligungs-Programme .....	35
1.5.4	Vorbörsliche Privat- oder öffentliche Platzierung .....	37
1.5.4.1	Grundsätzliche Möglichkeiten .....	38

1.5.4.2	Vor- und Nachteile einer vorbörslichen/außerbörslichen öffentlichen Emission . . . . .	39
1.6	Zusammenfassung . . . . .	39
<b>2</b>	<b>Phase 2: Abgleich des Unternehmens-Status-quo mit den Anforderungen an einen Börsenkandidaten . . . . .</b>	<b>43</b>
2.1	Wirtschaftliche Börsenreife . . . . .	43
2.2	Technische Börsenreife/Vorgaben durch Gesetze, Börse, Anlegerakzeptanz, Usancen . . . . .	45
2.2.1	Rechtsform . . . . .	45
2.2.2	Alter der Gesellschaft . . . . .	47
2.2.3	Anzahl (geprüfter) Jahresabschlüsse . . . . .	47
2.2.4	Emissionshaus (Bank/Wertpapierhandelshaus). . . . .	47
2.2.5	Zahl- und Anmeldestelle . . . . .	48
2.2.6	Art zu emittierender Aktien . . . . .	48
2.2.6.1	Inhaberaktien/(vinkulierte) Namensaktien . . . . .	48
2.2.6.2	Stammaktien/Vorzugsaktien . . . . .	50
2.2.6.3	Nennbetragsaktien/Stückaktien . . . . .	51
2.2.6.4	Globalaktienurkunde/Einzelverbriefung . . . . .	52
2.2.7	Mindest-Eigenkapital bzw. Mindest-Gezeichnetes-Kapital vor Börsengang . . . . .	52
2.2.8	Mindestvolumen zu platzierender Aktien . . . . .	53
2.2.9	Herkunft der Aktien: Kapitalerhöhung bzw. Altaktionärsabgabe..	54
2.2.10	Mindest-Streubesitzquote . . . . .	54
2.2.11	Publizitätserfordernisse . . . . .	55
2.2.11.1	Einmal-Publizität zum Börsengang . . . . .	55
2.2.11.2	Laufende und Ad-hoc-Publizität . . . . .	56
2.2.12	Beachtung des Wertpapierübernahmegesetzes (WpÜG). . . . .	58
2.2.13	Halteverpflichtung/Lock-up-Periode . . . . .	58
2.2.14	Designated Sponsor/Betreuer . . . . .	59
2.2.15	Deutsche Börse Listing Partner (Entry Standard). . . . .	60
2.2.16	Börsenplatz-bzw. börsen-/handelssegment-spezifische Anforderungen . . . . .	60
2.2.16.1	Die deutschen Börsen . . . . .	61
2.2.16.2	Überblick über die inländischen Börsen-/Handelssegmente . . . . .	62
2.2.16.3	Amtlicher Markt . . . . .	63
2.2.16.4	Geregelter Markt . . . . .	65
2.2.16.5	General Standard und Prime Standard - Frankfurt . . . . .	66
2.2.16.6	Freiverkehr/Open Market (FWB). . . . .	67
2.2.16.7	Entry Standard - Frankfurt . . . . .	69
2.2.16.8	Sondersegmente an deutschen Regionalbörsen . . . . .	70
2.2.16.9	Wahl der Börse bzw. des Handelssegments . . . . .	76
2.2.17	Platzierungs- und Notierungsmöglichkeiten im Ausland . . . . .	76
2.2.17.1	USA . . . . .	77
2.2.17.2	England/London . . . . .	85
2.2.17.3	Alternext an der Euronext (Paris). . . . .	87
2.2.18	Dual Listing/Doppelnotiz . . . . .	89
2.3	Zusammenfassung . . . . .	90

<b>3</b>	<b>Phase 3: Planung, Strukturierung und Vorbereitung des IPO bis zum Abschluss des Emissionsmandatsvertrages</b>	<b>93</b>
3.1	Auswahl der Partner	93
3.1.1	Kriterien für die Partnerauswahl	93
3.1.1.1	Reihenfolge der Partnerauswahl	93
3.1.1.2	Emissionsberater	94
3.1.1.3	Bank/Wertpapierhandelshaus	96
3.1.1.4	Wirtschaftsprüfer	99
3.1.1.5	Steuerberater	100
3.1.1.6	Rechtsanwalt	101
3.1.1.7	Notar	101
3.1.1.8	PR-/Werbeagentur	102
3.1.1.9	Eventuelle Pre-IPO-Beteiligungspartner	103
3.1.1.10	Sonstige Partner	103
3.1.2	Identifizierung und Lösung möglicher Interessenkonflikte bei (potentiellen) Partnern	103
3.1.2.1	Divergierende Altgesellschafter-Interessen	104
3.1.2.2	Hausbank und sonstige (Emissions-)Banken	104
3.1.2.3	Steuerberater/externer Jahresabschlussbetreuer	105
3.1.2.4	Wirtschaftsprüfer	106
3.1.2.5	Beteiligungsgesellschaften	107
3.2	Festlegung der IPO-Struktur	108
3.2.1	Equity Story	108
3.2.2	Rechtsform	109
3.2.3	Konzern-/Beteiligungsstruktur und das Sacheinlage-/Einbringungsmodell	113
3.2.4	Kapitalstruktur vor Börsengang	115
3.2.5	Wahl der Börse(n)	119
3.2.6	Wahl des Börsen- bzw. Handelssegments	119
3.2.7	Ermittlung des Kapitalbedarfs - Herkunft der zu platzierenden Aktien	121
3.2.7.1	Kapitalerhöhung zum Zwecke der Börsenplatzierung	121
3.2.7.2	Abgabe von Aktien der Altaktionäre	122
3.2.7.3	Zuteilungsreserve (»Greenshoe«)	122
3.2.8	Stückzahl zu platzierender Aktien	123
3.2.8.1	Stückelung des Gezeichneten Kapitals der Gesellschaft	123
3.2.8.2	Ermöglichung eines liquiden Handels	124
3.2.8.3	Entscheidende Optik - der Kurs je Aktie	124
3.2.8.4	Kapitalerhöhung und Altaktionärsabgabe	124
3.2.8.5	Feste und nachfrageabhängige Stückzahl	125
3.2.9	Art der zu platzierenden Aktien - die verschiedenen Aktiengattungen	125
3.2.10	Gewinnberechtigung	129
3.2.11	Dividendenpolitik	129
3.2.12	Platzierungsverfahren (Festpreis, Bookbuilding, Auktion)	131
3.2.13	Platzierungsmix und -weg	135
3.2.13.1	Platzierung einer Family & Friends-Tranche	135
3.2.13.2	Platzierung bei institutionellen Anlegern	135
3.2.13.3	Platzierung bei privaten Anlegern	136

## XVIII Inhaltsverzeichnis

3.2.13.4	Mitarbeiterbeteiligung/Aktioptionspläne . . . . .	137
3.2.14	Zeitplanung . . . . .	142
3.2.14.1	Aufstellung eines Zeitplans . . . . .	142
3.2.14.2	Besonders zeitkritische Schritte . . . . .	143
3.2.15	Gesamtbewertung der Gesellschaft und voraussichtliche Platzierungspreisspanne . . . . .	146
3.3	Erlöse aus dem Börsengang . . . . .	146
3.3.1	Unternehmensbewertungsmethoden/Ermittlung eines angemessenen Emissionspreises . . . . .	147
3.3.2	Grundsätzliches zur Unternehmensbewertung von Börsenkandidaten . . . . .	148
3.3.3	Absolute/Stand-alone-Bewertungsmethoden . . . . .	149
3.3.3.1	Discounted Cashflow . . . . .	149
3.3.3.2	Wertschöpfungs-/Shareholder-Value-/Economic-Value- Added-(EVA)-Analyse . . . . .	154
3.3.4	Relative (Marktvergleichs-/Multiplikatoren-/Kennzahl-) Methoden . . . . .	158
3.3.4.1	Die Kunst der Peergroup-Bildung . . . . .	158
3.3.4.2	Marktkapitalisierung und »Enterprise Value« im Verhältnis zu Gesamtleistung, Umsatz, EBITDA, EBIT, DVFA-Ergebnis . . . . .	158
3.3.4.3	KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) - PE (Price Earnings) als häufigst genutzter Spezialfall . . . . .	160
3.3.4.4	Dynamische, gewinnwachstumsbezogene Bewertung (PEG Price Earnings Growth) . . . . .	161
3.3.4.5	Wert zu Eigenkapital/Price to Equity oder Price to Book . . . . .	162
3.3.4.6	Special: Bewertung von internet-bezogenen Unternehmen . . . . .	162
3.3.4.7	Weitere Bewertungsansätze . . . . .	163
3.3.4.8	Notwendigkeit der Entwicklung zusätzlicher Unternehmens- bewertungsmethoden . . . . .	164
3.3.4.9	Neuere Entwicklungen bei der Unternehmensbewertung . . . . .	164
3.3.5	IPO-nahes End-Pricing - endgültige Festlegung der Bewertung(sspanne)/Preisfindung . . . . .	165
3.3.6	Underpricing und Underperformance . . . . .	165
3.4	Kosten des Börsengangs . . . . .	168
3.4.1	Einmalige Kosten/Kosten des IPO . . . . .	168
3.4.1.1	Honorar der Bank/des Wertpapierhandelshauses bzw. des Konsortiums . . . . .	168
3.4.1.2	PR-/Werbudget . . . . .	169
3.4.1.3	Beraterhonorare . . . . .	170
3.4.1.4	Sonstige Kosten . . . . .	171
3.4.2	Wiederkehrende Kosten . . . . .	173
3.4.2.1	Prüfungskosten . . . . .	173
3.4.2.2	Aufsichtsrat . . . . .	174
3.4.2.3	Notar . . . . .	175
3.4.2.4	Vorstand und Mitarbeiter . . . . .	176
3.4.2.5	Jahres- und unterjährige Publizität . . . . .	176
3.4.2.6	Ämtliche Veröffentlichungen . . . . .	176
3.4.2.7	Hauptversammlung . . . . .	177
3.4.2.8	Drittaufwand Investor-Relations (IR) . . . . .	177
3.4.2.9	Designated Sponsor-/Betreuer-/Market-Maker-Funktion . . . . .	178

3.4.2.10	Zahl- und Anmeldestelle . . . . .	178
3.4.2.11	Ad-hoc-Publizitätsservice . . . . .	179
3.4.2.12	Sonstiges . . . . .	179
3.5	Zusammenfassung . . . . .	179
<b>4</b>	<b>Phase 4: Vom Platzierungsvertrag bis zur ersten Börsennotiz</b> . . . . .	<b>183</b>
4.1	Verantwortlichkeiten der einzelnen Partner und deren Koordination im Kontext der Phasen 1 bis 4 . . . . .	183
4.2	»Milestones« und besonders zeitkritische Punkte in den Phasen 1 bis 4 . . . . .	184
4.3	Fahrplan der Maßnahmen-Umsetzung ab Platzierungsvertrag bis zur Börseneinführung . . . . .	186
4.4	Zusammenfassung . . . . .	<b>188</b>
<b>5</b>	<b>Phase 5: Die Zeit nach der ersten Börsennotiz</b> . . . . .	<b>191</b>
5.1	Besonderheit der ersten Wochen nach Aufnahme des Börsenhandels . . . . .	191
5.2	Besondere Pflichten nach der Emission . . . . .	192
5.2.1	Generelle Publizität . . . . .	192
5.2.2	Insiderüberwachung, Insiderverzeichnisse, Ad-hoc-Publizität... . . . . .	192
5.2.3	Unternehmensnachrichten . . . . .	193
5.2.4	Directors Dealings . . . . .	193
5.2.5	Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation . . . . .	194
5.2.6	Meldeswellen für Stimmrechtsanteile . . . . .	194
5.2.7	Überwachung von Unternehmensabschlüssen . . . . .	194
5.2.8	Beachtung des Corporate Governance Kodex . . . . .	195
5.2.9	Eventuelle Lock-up-Verpflichtungen/Mindest-Haltefristen . . . . .	195
5.2.10	Aufstellung und Pflege eines Unternehmenskalenders . . . . .	195
5.2.11	Analystenveranstaltungen . . . . .	196
5.2.12	Research-Berichte . . . . .	196
5.2.13	Pflichtangebote bei Kontrollwechsel (WpÜG) . . . . .	196
5.2.14	Investorenkonferenzen . . . . .	197
5.2.15	PR-/IR-/Allgemeine Öffentlichkeitsarbeit . . . . .	197
5.2.16	Jährliches Dokument gemäß § 10 WpPG . . . . .	198
5.3	Chancen und Risiken der weiteren Entwicklung . . . . .	198
5.4	Nachhaltiger Shareholder Value . . . . .	201
5.5	Rückkauf eigener Aktien . . . . .	202
5.6	Berücksichtigung des Emittenten in Börsenindizes . . . . .	203
5.7	Going Private/Delisting . . . . .	205
5.8	Zusammenfassung . . . . .	207
<b>6</b>	<b>Anhang</b> . . . . .	<b>209</b>
6.1	Adressverzeichnis Beteiligungsgesellschaften . . . . .	209
6.2	Adressen für Aktionäre und Emittenten . . . . .	218
	<b>Glossar</b> . . . . .	<b>225</b>
	<b>Literaturverzeichnis</b> . . . . .	<b>231</b>
	<b>Stichwortverzeichnis</b> . . . . .	<b>239</b>