

Erfolgreich an die Börse

Voraussetzungen - Konzepte - Maßnahmen

Blättchen & Partner

CORPORATE FINANCE ADVISORS

Copyright by Blättchen & Partner GmbH, Dr. Konrad Bösl
München, 5. Auflage 2019

Alle Rechte vorbehalten

Ein Börsengang ohne IPO-Berater ist wie ein Elfmeter ohne Torwart!

Vorwort

Unternehmertum bedeutet, Entscheidungen zu treffen, die das Unternehmen auf sich ändernde Umweltbedingungen frühzeitig und systematisch vorbereiten. Eine wichtige unternehmerische Entscheidung ist die Eigenkapitalausstattung. Diese muss mit dem Unternehmenswachstum und den Wachstumspotenzialen Schritt halten. Erst eine starke Eigenkapitalbasis gibt dem Unternehmen Stabilität und eröffnet weitere Kreditspielräume zu attraktiven Konditionen. Diese Überlegungen sollten für Unternehmer Anregung genug sein, intensiv darüber nachzudenken, wie sie ihre Eigenkapitalausstattung und ihre Fähigkeit Eigenkapital zu beschaffen verbessern können. Als Königsweg der Eigenkapitalbeschaffung sticht der Börsengang hervor, weil er dem Unternehmen im Unterschied zu anderen Finanzierungsquellen erheblich mehr an steuerfreien Eigenkapital zuführen kann.

In vielen mittelständischen Unternehmen wird der Börsengang als Handlungsalternative der Eigenkapitalbeschaffung erst gar nicht in Betracht gezogen, weil es an Kenntnissen darüber fehlt. Und selbst bei Unternehmen, die einen Börsengang prüfen oder sich dafür entschieden haben, sind die Informationsdefizite über den Ablauf und die zentralen Entscheidungsparameter verhältnismäßig groß. Deshalb hat sich die vorliegende Broschüre zum Ziel gesetzt, mittelständische Unternehmer über diesen wichtigen, i.d.R. einmaligen Schritt fundiert und objektiv zu informieren.

Die Broschüre bündelt die Erfahrung von rund 60 persönlich begleiteten Börsengängen. Deshalb kann dem Leser ein Erfahrungsschatz weitergegeben werden, der sich manchmal in kleinen – sonst eher unbemerkten – Details widerspiegelt, die jedoch für den Erfolg des Börsengangs und für die Kursentwicklung der Aktie nach der Notierungsaufnahme von entscheidender Bedeutung sind.

Inhaltsverzeichnis

1.	Börsengang – warum?	1
2.	Börsenreife – Voraussetzungen und Anforderungen	3
2.1	Formale Börsenreife	3
2.2	Wirtschaftliche und innere Börsenreife	6
2.3	Management	8
2.4	Ausreichendes Grundkapital vor dem Börsengang	9
3.	Emissionskonzept	13
3.1	Emissionsstrategie und Zeitplanung	13
3.2	Kapitalmarktpositionierung und Equity Story	17
3.3	Finanzkommunikation zum Börsengang	18
3.4	Emissionsstruktur	21
3.5	Aktienart	24
3.6	Einflussssicherung der Alteigentümer	26
3.7	Börsenplatz und Börsensegment	27
4.	Bankenauswahl und Emissionsvertrag	30
4.1	Auswahl der konsortialführenden Bank	30
4.2	Emissionsvertrag	32
4.3	Konsortium	33
4.4	Übernahmevertrag	33
5.	Due Diligence	35
6.	Prospekt und Zulassung	38
6.1	Prospekt	38
6.2	Zulassung	41
7.	Emissionspreisfindung	43
8.	Kosten des Börsengangs	50
9.	Professionelles IPO-Management – ein Erfolgsfaktor beim Börsengang	52

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Motive eines Börsengangs.....	2
Abbildung 2:	Zulassungsvoraussetzungen am EU-regulierten Markt.....	4
Abbildung 3:	Folgepflichten am EU-regulierten Markt.....	5
Abbildung 4:	Einbeziehungsvoraussetzungen und Folgepflichten am Scale.....	5
Abbildung 5:	Kriterien der wirtschaftlichen Börsenreife.....	7
Abbildung 6:	Anhand welcher Kriterien beurteilen Banken beim Börsengang die Managementqualität?.....	9
Abbildung 7:	Zeitfenster für einen Börsengang.....	14
Abbildung 8:	Indikativer Zeitplan für eine Börseneinführung.....	15
Abbildung 9:	Zielgruppen der Finanzkommunikation beim Börsengang.....	19
Abbildung 10:	Pro und Contra einer Rule 144 A-Platzierung.....	29
Abbildung 11:	Inhalte wichtiger Due Diligence Komponenten.....	36
Abbildung 12:	Wesentliche Inhalte des Prospekts.....	39
Abbildung 13:	Mindestfristen Zulassungsverfahren.....	42
Abbildung 14:	Prozess der Emissionspreisfindung.....	44
Abbildung 15:	Wichtige Bewertungsmethoden.....	46
Abbildung 16:	Emissionspreisfindung im Pre-Marketing (Investors Education).....	48

1. Börsengang – warum?

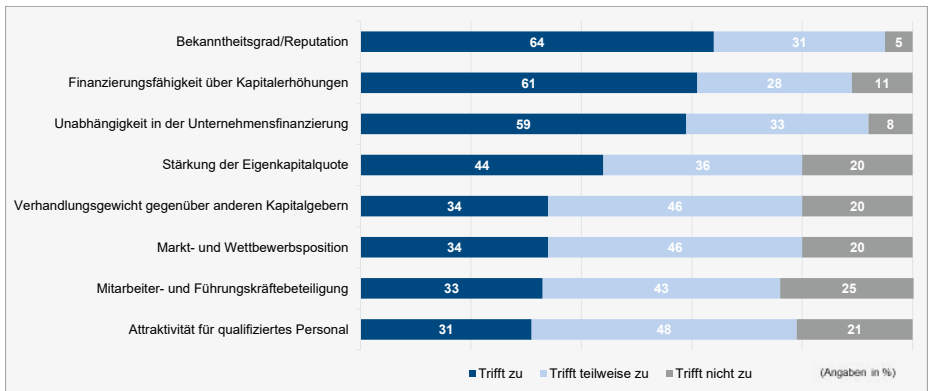
Zu den vorrangigen Problemen des deutschen Mittelstands zählt die zu geringe Eigenkapitalausstattung. Obgleich der Börsengang (auch IPO oder Going Public) eine hervorragende Möglichkeit der Eigenkapitalbeschaffung ist, wird sie von mittelständischen Unternehmen nur zögerlich genutzt. Neben den Informationsdefiziten über einen Börsengang liegt eine weitere Ursache im Vorherrschen von Familienunternehmen bzw. inhabergeführten Unternehmen im Mittelstand. Derartige Unternehmen tun sich schwer, in den bisherigen (eher geschlossenen) Eigentümerkreis eine Vielzahl neuer Gesellschafter aufzunehmen, regelmäßige Informationen über die Geschäftsentwicklung zu veröffentlichen und extern Rechenschaft abzulegen.

Trotz dieser Argumente ist eine Reihe von weiterhin im Familienbesitz befindlichen mittelständischen Unternehmen an der Börse notiert. Offensichtlich werden - dies belegen Befragungen börsennotierter Unternehmen - die als negativ empfundenen Aspekte eines Börsengangs (deutlich) überschätzt. Natürlich bedingt die Kapitalerhöhung zum Börsengang die Erweiterung des Gesellschafterkreises. Der Einfluss der Alteigentümer auf das Unternehmen wird jedoch nicht gefährdet, solange sie die Aktienmehrheit besitzen. Vielmehr sichert die Stärkung der Eigenkapitalbasis den Alteigentümern die Kontinuität und Unabhängigkeit ihres Unternehmens. Die aus der Börsennotierung erwachsenden Informationspflichten und die sich in der Aktienkursentwicklung spiegelnden Reaktionen der Investoren stellen ein wirksames Korrektiv für eine nachhaltige wertsteigernde Unternehmensführung dar. Und davon profitieren die Alteigentümer am stärksten.

Ungeachtet dessen sollten bei der Entscheidung über einen Börsengang die unternehmerischen Aspekte im Vordergrund stehen. Die mit dem Börsengang verbundene (deutliche) Verbesserung der Eigenkapitalausstattung stärkt die Anpassungsfähigkeit des Unternehmens an sich ändernde Umweltbedingungen. Diese ist notwendig, da der Großteil der mittelständischen Unternehmen heute vor dem Problem steht, dass Technologiesprünge, kürzer werdende Produktlebenszyklen oder notwendige strategische Investitionen hohe finanzielle Vorleistungen erfordern. Dabei kann der Mittelstand nicht mehr wie früher auf eine umfangreiche Kreditfinanzierung durch die Banken vertrauen, schon gar nicht bei einer schwachen Eigenkapitalausstattung. Infolgedessen bestimmt die Eigenkapitalausstattung und die Fähigkeit Eigenkapital zu beschaffen maßgeblich die Chancen von Unternehmen im Wettbewerb.

Die Wachstumsfinanzierung ist mit Abstand das dominierende Argument für einen Börsengang. Dennoch sind mit dem Börsengang eine Reihe weiterer positiver Effekte für die Unternehmensentwicklung und die Eigentümer verbunden:

- Stärkung der Eigenkapitalausstattung.
- Unabhängigkeit des Unternehmens von der Finanzkraft des Inhabers.
- Schaffung eines unternehmensrisikofreien Privatvermögens durch Platzierung von Aktien der Alteigentümer (Umplatzierung).
- Sicherung des Lebenswerks „Unternehmen“, falls es keinen Nachfolger in der Familie gibt.
- Verbesserung der Reputation und Steigerung des Bekanntheitsgrades mit positiven Effekten für die Produkte und Dienstleistungen des Unternehmens.
- Steigerung der Bonität und damit des Kreditfinanzierungsspielraums.
- Größere Arbeitgeberattraktivität.
- Die Aktie kann aufgrund ihrer Fungibilität und ihres objektivierten Wertes als Akquisitionswährung eingesetzt werden.



Quelle: Studie des deutschen Aktieninstituts, März 2018

Abbildung 1: Motive eines Börsengangs

2. Börsenreife – Voraussetzungen und Anforderungen

Ein Börsengang bedeutet für das Unternehmen den Wettbewerb mit anderen börsennotierten Unternehmen oder anderen Anlageformen um das zur Verfügung stehende Kapital der Anleger. Deshalb ist die Börsenreife Grundvoraussetzung dafür, in diesem Wettbewerb erfolgreich zu sein.

In der Emissionspraxis besteht die Schwierigkeit, dass es mit Ausnahme weniger gesetzlicher Vorgaben sowie den Regelungen in den Börsenordnungen und allgemeinen Geschäftsbedingungen der einzelnen Börsen (satzungsrechtliche Regelungen) keinen allgemein anerkannten, abschließend definierten Kriterienkatalog gibt, anhand dessen die Erfüllung der Börsenreife eindeutig und nachprüfbar beurteilt werden kann. Vielmehr werden die Kriterien insbesondere vom Börsenumfeld sowie von den Präferenzen der Anleger, der Financial Community und den Emissionsbanken bestimmt. Deshalb ist die Beurteilung der Börsenreife eines Unternehmens schwierig und unterliegt im Zeitablauf Änderungen.

Ein vorausschauendes professionelles Management wird die Börsenreife seines Unternehmens frühzeitig und systematisch auf den Prüfstand stellen. Bei einer unzureichenden Börsenreife ist die Gefahr groß, dass das Emissionsstanding des Unternehmens schweren Schaden nimmt, wenn diese im Rahmen der Due Diligence festgestellt wird. Dies hat i.d.R. zur Folge, dass der in überschaubarer Zeit vorgesehene, manchmal bereits angekündigte Börsengang verschoben werden muss.

2.1 Formale Börsenreife

Unter formalen Gesichtspunkten muss das Unternehmen in einer börsenfähigen Rechtsform geführt werden. Möglich sind die Aktiengesellschaft (AG), die KGaA, die GmbH & Co. KGaA und die europäische Aktiengesellschaft (Societas Europaea bzw. SE). Die Aktiengesellschaft ist die vorherrschende Rechtsform börsennotierter Unternehmen. Die KGaA und die GmbH & Co. KGaA gibt es lediglich in Deutschland, weshalb sie internationalen Anlegern kaum vertraut und damit für diese erläuterungsbedürftig sind. Die europäische AG (SE) hat in den letzten Jahren an Bedeutung zugenommen, kann jedoch nur von Emittenten mit mindestens einer ausländischen Tochtergesellschaft genutzt werden.

Weiterhin umfasst die formale Börsenreife die Erfüllung der gesetzlichen und satzungsrechtlichen Zulassungsvoraussetzungen und Folgepflichten der Börsenseg-