



DER BÖRSENGANG FÜR FAMILIENUNTERNEHMEN

EINE SINNVOLLE MÖGLICHKEIT
ZUR WACHSTUMSFINANZIERUNG
UND NACHFOLGEPLANUNG

von
Renata Bandov
Jörg Baumgartner
Michael Schatzschneider
Andreas Zanner

Mit einem Vorwort von
Tom A. Rösen

C/M/S/
Law. Tax

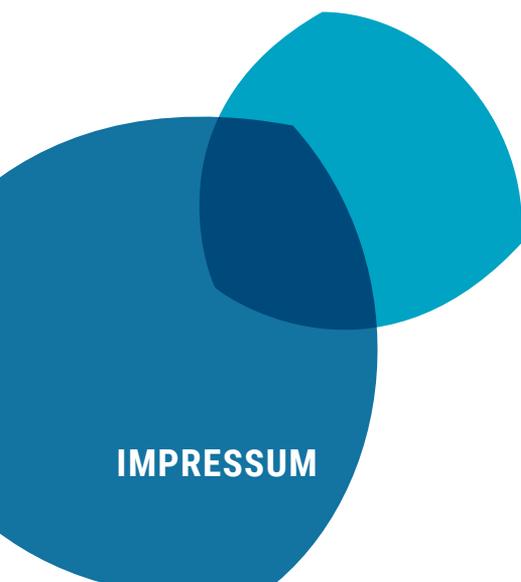


DEUTSCHE BÖRSE
CASH MARKET



WITTENER INSTITUT FÜR
FAMILIENUNTERNEHMEN

UNIVERSITÄT
WITTEN/HERDECKE



IMPRESSUM

VERANTWORTLICH:

Wittener Institut für Familienunternehmen (WIFU)
Universität Witten/Herdecke
Prof. Dr. Tom A. Rüsen
Prof. Dr. Marcel Hülsbeck
Alfred-Herrhausen-Straße 50
58448 Witten

Redaktion: Monika Nadler
Gestaltung: Designbüro Schönfelder GmbH
Titelfoto: Shutterstock

Hinweis: Soweit personenbezogene Bezeichnungen in männlicher Form aufgeführt sind, beziehen sich diese auf alle Geschlechter in gleicher Weise.

Oktober 2019

ISSN (Print) 2626-3424
ISSN (Online) 2626-3432

Danksagung:

CMS und Deutsche Börse danken Michael Schatzschneider, CFO der familiengeführten Creapaper GmbH und zuvor langjähriger Investmentbanker, herzlich für seine wertvolle Mitarbeit bei der Erstellung dieses WIFU-Praxisleitfadens.

INHALT

Vorwort	5
1. Einführung	7
2. Familienunternehmen und der Gang an die Börse	8
2.1 Börsengang für Familienunternehmen – Widerspruch oder perfekte Symbiose?	8
2.2 Motive und Vorteile eines Börsengangs.....	9
a) Nachhaltige Refinanzierung.....	9
b) Professionalisierung und Optimierung der Mitarbeiterstruktur im Unternehmen.....	9
c) Marketing und Öffentlichkeitsarbeit.....	9
d) Durchsetzung und Wahrung familiärer Interessen.....	10
2.3 Strategische Bedeutung eines Börsengangs für Familienunternehmen	12
2.4 Kontrollverlust der Inhaber durch den Börsengang?.....	16
2.5 Transparenz.....	17
a) Vertrauensgewinn durch Transparenz.....	17
b) Risiken größerer Transparenz.....	17
3. Die Börsenreife bei Familienunternehmen	18
3.1 Herstellung der Börsenreife	18
a) Rechtliche und wirtschaftliche Börsenreife.....	18
b) Rechnungslegungsstandards	19
3.2 Die richtige Rechtsform für einen Börsengang	21
a) AG vs. KGaA.....	21
b) Societas Europaea (SE).....	22
3.3 Interne Kommunikation und Equity Story	23
3.4 Incentivierung durch Management- und Mitarbeiterbeteiligung	24
3.5 Platzierungsstrategie.....	25
4. Der Ablauf des IPO: „Gut gemanagt, ist halb gewonnen.“	26
4.1 IPO-Zeitplan.....	26
a) Technischer Zeitplan.....	26
b) Emotionaler Zeitplan.....	28
4.2 Working Group und Berater.....	29
a) Auswahl der Bank bzw. eines Bankenkonsortiums.....	29
b) Einbindung von Beratern.....	29
4.3 Zugänge zum Kapitalmarkt.....	30
a) Märkte.....	30
b) Listing-Segmente	30

4.4	Rechtssichere Dokumentation	32
	a) Wertpapierprospekt.....	32
	b) Billigung durch die BaFin.....	33
	c) Übernahmevertrag.....	33
	d) Legal Due Diligence.....	34
	e) Comfort Letter	34
4.5	Marketing und Platzierung	35
	a) Analystenpräsentation	35
	b) Equity Research.....	35
	c) Roadshow.....	35
	d) Bookbuilding und Preisfindung.....	35
	e) Platzierung.....	36
	f) Kosten.....	36
5.	Börsengang – und dann?	38
5.1	Kapitalmarkt-Compliance.....	38
	a) Insiderrecht und Ad-hoc-Pflicht	38
	b) Insiderverzeichnisse.....	39
	c) Directors' Dealings	39
	d) Deutscher Corporate Governance Kodex	40
5.2	Investor Relations.....	40
5.3	Hauptversammlung.....	41
	a) Terminierung	41
	b) Einberufung	41
	c) Teilnehmer.....	41
	d) Anfechtung	41
	e) Musterzeitplan.....	42
6.	Zusammenfassung: Die Entscheidung eines Familienunternehmens für einen Börsengang	43
7.	Weiterführende Literatur	44
	Kontakt	45
	Glossar	46

Wer wünscht sich nicht gelegentlich, aus zwei konträren Welten das jeweils Beste zu bekommen? So verhält es sich auch mit dem Börsengang eines Familienunternehmens – ein Weg, den diese Unternehmen durchaus einschlagen, allen Vorbehalten und aller Skepsis zum Trotz. Die Vorteile des Kapitalmarktes sind ja auch verlockend, etwa die Aufstockung des Eigenkapitals und die Erschließung zusätzlicher Kapitalressourcen für Wachstum und Entwicklung des Unternehmens. Es kann für ein Unternehmen überlebenswichtig sein, sich auf Entwicklungen und Innovationen einzulassen, die die eigenen Finanzressourcen übersteigen. Aber auch der von einem Schritt aufs Börsenparkett erhoffte Professionalisierungssprung für Steuerung und Führung des Unternehmens, ausgerichtet an den Transparenzerwartungen des Kapitalmarktes, ist neben dem Zufluss von Mitteln ein gewichtiger Vorteil. Weitere kommen hinzu, wie neue Möglichkeiten der Incentivierung für Führungskräfte oder gestiegener Bekanntheitsgrad und verbesserte Reputation. Diese Effekte werden durchaus gesehen und in ihrer (potenziellen) Bedeutung für das Unternehmen richtig eingeschätzt.

Dem gegenüber stehen aber oftmals deutliche Befürchtungen. Zuallererst ist da die Angst vor der kurzfristigen „Shareholder-Value-Orientierung“, die so gar nicht mit der auf Enkelfähigkeit ausgerichteten Perspektive des Familienunternehmens zusammenzupassen scheint. Zudem ist der schnellere Takt einer öffentlichen Kommunikation an der Börse nur schwer mit den traditionellen Kommunikationsprinzipien eines Familienunternehmens in Einklang zu bringen. Eine vierteljährliche Berichterstattung, gar die Information über einen Gewinneinbruch, scheint sich nicht mit dem Denken in Generationen zu vertragen. Das ist eine vielleicht liebgewonnene Gemächlich- und Heimlichkeit, jedoch eine, die über kurz oder lang ohnehin von einer in nahezu allen Bereichen beschleunigten Gesellschaft überrannt werden wird. Genauso unverträglich scheint manchem Familienunternehmer oder Gesellschafterkreis die von einem börsennotierten Unternehmen erwartete Transparenz zu sein, sind sie es doch gewohnt, geschäftliche Angelegenheiten nur mit einem kleinen Zirkel zu erörtern, dem als Externe oft nur die Hausbank und der Steuerberater angehören. Und schließlich ist es nicht leicht zu akzeptieren, dass man sich in einem anonymen Kreis von Aktionären befindet, wo man doch vormals alle Gesellschafter noch persönlich

kannte. Dies ist ohne jeden Zweifel ein nicht bei-
seite zu wischender Wandel in der Kultur, ja: in der Seele eines Familienunternehmens.

Und doch gehen Familienunternehmen diesen Schritt in Richtung Kapitalmarkt, man denke an Merck, Sixt oder Henkel. Ein Wagnis? Kein untragbares, wenn der Börsengang gut vorbereitet wurde. Und mit Vorbereitung ist nicht allein die ökonomische, administrative, technokratische Vorbereitung gemeint, sondern auch die psychologische, emotionale in der Familie des Familienunternehmens. Oftmals ist dann ein Teil-Börsengang die Variante der Wahl, bei dem die Eigentümerfamilie weiterhin die Mehrheit der Anteile in ihren Händen behält.

Entschließt sich ein Familienunternehmen zu einem Börsengang, gibt es für die Familiengesellschafter eine Reihe wichtiger Fragestellungen zu bearbeiten und zu klären – und jede Unternehmerfamilie tut gut daran, diese Klärung intensiv, sorgfältig und mit angemessenem Zeitaufwand herbeizuführen:

1. Wie geht die Unternehmerfamilie künftig mit der Transparenz über ihre Vermögensverhältnisse um?
2. Wie wird sichergestellt, dass der Börsengang nicht als Einstieg in den Ausstieg (aus dem Unternehmen) von Mitgliedern der ursprünglichen Gesellschafterfamilie missbraucht wird?
3. Wie organisiert die Familie die Bindung und den Zusammenhalt der Gesellschafter und ihrer Stimmen?
4. Und wie kann sie intelligent mit den strukturell angelegten Informationsasymmetrien zwischen Funktionsträgern der Governance (beispielsweise Aufsichtsratsmitgliedern) und einfachen Familienaktionären umgehen? Es sollte niemals unterschätzt werden, dass die Gleichbehandlung anonymer und Familienaktionäre eine Herausforderung innerhalb der Gesellschafterfamilie darstellen wird.

In diesem Kontext wird ein wichtiger Aspekt zur Sprache kommen, ein Aspekt, der womöglich an heikle Punkte rührt, über die die Gesellschafter (noch) gar nicht sprechen wollten: den der Nachfolge und, damit unter Umständen verbunden, der

des Verkaufs von Anteilen und des Ausstiegs aus dem Unternehmen. Die Nachfolgeregelung ist vermutlich in den wenigsten Fällen der unmittelbare Impuls für einen Börsengang. Aber wer sich forschend und intensiv mit Familienunternehmen und dem brisanten Thema Nachfolge befasst, der weiß, wie gefährlich Konflikte zwischen Gesellschaftern und/oder Stämmen werden können, wenn für diese Konflikte kein Weg vorgezeichnet wurde, der zu einer (wenigstens) ökonomisch tragbaren Lösung führt. Ein börsennotiertes Familienunternehmen bietet zum einen die Chance, sich an einer objektiven Bewertung der Anteile auszurichten, wenn ein Familienmitglied sich zurückziehen möchte, niemand in der Familie jedoch die Anteile kaufen kann. Zum anderen kann die operative Führung des Unternehmens in die Hände eines externen Managements gelegt werden, was Nachfolgekongflikte entschärfen oder potenziellen Nachfolgern Zeit geben kann, in diese Rolle hineinzuwachsen.

Unsere Erkenntnisse aus mehr als 20 Jahren Forschungstätigkeit zeigen uns eines ganz klar: Die Nachfolgestaltung hat immer dann hohe Chancen auf ein Gelingen, wenn sowohl die operative Führung des Unternehmens als auch der Zusammenhalt im Eigentümerkreis nicht um jeden Preis an jedem einzelnen Mitglied der Unternehmerfamilie hängen. Eine zukunftsfähige Aufstellung des Familienunternehmens kann durchaus auch dadurch geschaffen werden, dass sich die Unternehmerfamilie von ihrem Führungsanspruch trennt, ein familienexternes Management installiert und Lösungen für ausstiegswillige Gesellschafter anbietet.

Natürlich ist der Börsengang mit einem erheblichen Kulturwandel verbunden, das Familienunternehmen erneuert und verändert sich in wesentlichen Teilen, es entwickelt sich zu einem neuen Typus. Man kann den Börsengang hier mit einer Frischzellenkur vergleichen: Der Organisation wer-

den neue Ressourcen hinzugefügt, dafür ändern sich die Organisations- und Entscheidungsstrukturen von Grund auf.

Jeder kennt die lapidare Weisheit „Wer wagt, gewinnt“. Nur drei Worte – aber sie bewahrheiten sich: Eine im August 2019 veröffentlichte Studie der Technischen Universität München¹ hat aufgezeigt, dass börsennotierte Unternehmen mit einer Beteiligung oder mit substanziellem Einfluss einer Familie erfolgreicher und profitabler sind als Konkurrenten ohne familiären Einfluss. Börsennotierte Familienunternehmen verzeichneten demnach ein höheres Wachstum bei Umsatz und Beschäftigung und weisen dieser Studie zufolge auch in Sachen Rendite eine signifikant bessere operative Performance auf.

In diesem Sinne möchte das WIFU als Herausgeber dieses Praxisleitfadens Familienunternehmer und Gesellschafter dazu ermutigen, einen Börsengang nicht von vornherein abzulehnen, sondern als eine sinnvolle und adäquate Möglichkeit zu betrachten, um die Zukunft des Unternehmens zu sichern, aber vielleicht auch den innerfamiliären Zusammenhalt.

Witten, im Oktober 2019

Tom A. Ruesen

Geschäftsführender Direktor des WIFU

PS: Wenn Sie bereits Erfahrungen mit dem Börsengang Ihres Familienunternehmens gemacht haben oder sich damit befassen, dann freue ich mich über einen Gedankenaustausch mit Ihnen. Das WIFU will als Institut von und für Familienunternehmen mit Ihren konkreten Beispielen, Meinungen und Perspektiven arbeiten. Schreiben Sie mir: tom.ruesen@uni-wh.de.

¹ Hierzu Stiftung Familienunternehmen (2019).

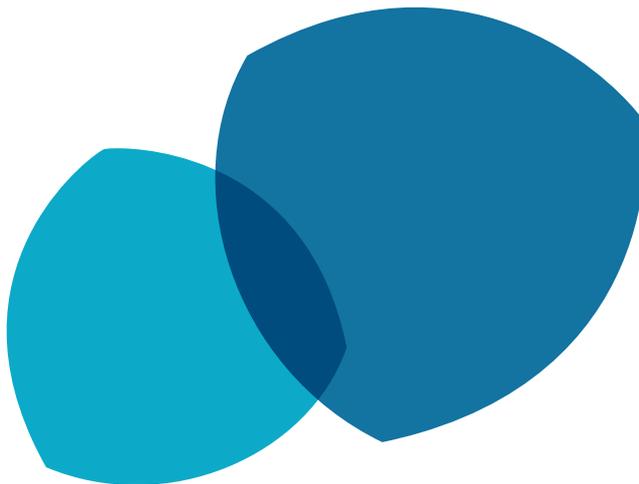
1 | EINFÜHRUNG

Häufig wird der Eindruck vermittelt, dass deutsche Familienunternehmen und ihre Inhaber einem Börsengang skeptisch gegenüberstünden, da dieser sie in ihrer Entscheidungsfreiheit zu sehr einschränke und sie zu Getriebenen von Investoren würden, die nicht in Generationen, sondern in Quartalen denken. Zahlreiche prominente Beispiele wie Bechtle AG, Fresenius SE & Co. KGaA, Henkel AG & Co. KGaA, Merck KGaA oder Sixt SE zeigen aber, dass Familienunternehmen und Börsennotierung keineswegs unüberwindbare Gegensätze darstellen. Zum Beispiel kann, wenn es an einem geeigneten Nachfolger des Familienunternehmers fehlt, ein Börsengang eine attraktive Lösung für die Zukunft des Unternehmens darstellen. Ein gelungenes Beispiel hierfür ist der Börsengang der Knorr-Bremse AG im Oktober 2018.

Vorteile eines Börsengangs sind, dass

- dem Unternehmen der Kapitalmarkt als zusätzliche Finanzierungsquelle eröffnet wird,
- die Anteilseigner sich die Möglichkeit eröffnen, schnell und unkompliziert über ihre Anteile zu verfügen,
- der Bekanntheitsgrad des Unternehmens bei Kunden und Geschäftspartnern zunimmt,
- die Attraktivität des Unternehmens am Arbeitsmarkt steigt und
- verdiente Mitarbeiter über Management- und Mitarbeiterbeteiligungsprogramme einfacher am Unternehmenserfolg beteiligt werden können.

Auch Familienunternehmen können die Vorteile einer Börseneinführung für das Unternehmen und die zugehörige Unternehmerfamilie daher nicht bestreiten. Deshalb werden die wesentlichen Gesichtspunkte und der Nutzen eines Börsengangs für Familienunternehmen im vorliegenden Leitfaden komprimiert zusammengestellt.



2 | FAMILIENUNTERNEHMEN UND DER GANG AN DIE BÖRSE

Auch wenn bei Familienunternehmen gewisse Besonderheiten bei der Überlegung für oder gegen einen Börsengang zu beachten sind, lässt sich ein wachsendes Interesse an einer Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt beobachten. Insbesondere aufgrund der positiven Aufnahme durch die internationalen Kapitalmarktanleger erscheint ein Börsengang für wachsende und rentable Familienunternehmen ein vernünftiger und erfolgversprechender Weg, sich Eigenkapital zu beschaffen.

2.1 | BÖRSENGANG FÜR FAMILIENUNTERNEHMEN – WIDERSPRUCH ODER PERFEKTE SYMBIOSE?

Dass beide Aspekte sowohl in Unternehmer- als auch in Beraterkreisen leidenschaftlich diskutiert werden, zeigt, dass Börsengänge von Familienunternehmen ein gewisses Reibungspotenzial haben. Typischerweise findet sich das Spannungsfeld eines am Börsengang interessierten Unternehmens eher in traditionsorientierten Familienunternehmen und weniger bei jungen Start-ups in der Gründergeneration. Der Management- und Beratungspraxis entnommen, lassen sich insbesondere folgende Ursachen für dieses Spannungsfeld hervorheben:

- Familienunternehmer denken naturgemäß in Zyklen und Generationen, um entsprechend strategisch zu planen und sich langfristig im Wettbewerb zu behaupten. Der Kapitalmarkt erwartet und bewertet jedoch laufend Informationen und verlangt mindestens halbjährliche, in der Regel sogar quartalsweise Berichterstattung. Auch wenn dies Börsenaspiranten anfänglich verunsichert, löst sich dieser vermeintliche Widerspruch jedoch auf, wenn man gute Geschäftsergebnisse börsennotierter Familienunternehmen und die positive Berichterstattung darüber genauer betrachtet.
- Familienunternehmer sind es gewohnt, mit beschränkten finanziellen Ressourcen, insbeson-

dere der traditionellen Bankfinanzierung und im Unternehmen erwirtschafteten Cashflows, zu arbeiten. Die Vorteile neuer finanzieller Spielräume für innovative Investitionen und Expansion werden zwar gesehen, aber meist kritisch hinterfragt.

- Familienunternehmer teilen Informationen zum Unternehmen regelmäßig nur mit einem sehr engen Adressatenkreis, insbesondere mit dem Steuerberater und der Hausbank. Mit den Transparenzanforderungen des Kapitalmarktes und der medialen Aufmerksamkeit, die einer börsennotierten Gesellschaft zuteilwird, sind Familienunternehmer in der Regel nicht vertraut. Entsprechend groß ist daher erfahrungsgemäß die Scheu.

- Familienunternehmer kennen die Gesellschafter ihres Unternehmens persönlich. Der anonyme Aktionärskreis am Kapitalmarkt wird dagegen oft als unkontrollierbare Größe bis hin zur möglichen Bedrohung wahrgenommen.

Die Verantwortlichen im familieneigenen Unternehmen müssen zahlreiche und vielschichtige Entscheidungen treffen und unterschiedlichsten Interessenlagen gerecht werden. Einerseits gibt es Verantwortlichkeiten gegenüber der Familie: Das Familienvermögen muss verwaltet und sollte nach Möglichkeit vermehrt werden. Wichtig ist dabei aber, dass die Familienwerte und Traditionen, auf Basis derer das Unternehmen oftmals entstanden ist, gewahrt und gepflegt und die Einbindung der Familienmitglieder sowie die einvernehmliche Beteiligung der Familie am Unternehmen fortwährend sichergestellt werden. Auf der anderen Seite bestehen Notwendigkeiten rein ökonomischer Natur gegenüber dem Unternehmen und seinen Mitarbeitern. Das Geschäftsergebnis sowie das Führungs- und Personalmanagement spielen eine zentrale Rolle. Die Ansprüche an die wirtschaftliche Leistung und die langfristige strategische Weiterentwicklung des Unternehmens sind hoch, doch wird die Bewältigung jener Herausforderungen durch die Beachtung familiärer Interessen stets beeinflusst.

2.2 | MOTIVE UND VORTEILE EINES BÖRSENGANGS

Folgende Motive und Vorteile können für den Börsengang (Initial Public Offering, IPO) eines Familienunternehmens eine Rolle spielen:

a) Nachhaltige Refinanzierung

Durch den Gang an die Börse erhält ein Unternehmen die Möglichkeit, sein Eigenkapital aufzustocken. Unternehmen mit einer höheren Eigenkapitalquote haben darüber hinaus einen einfacheren und günstigeren Zugang zu Fremdkapital von Kreditgebern, so dass auch diesbezüglich der Handlungsspielraum zur Refinanzierung erweitert wird. Die Aufstockung des Eigenkapitals kann sich vor allem dazu eignen, größer angelegte Zukunftsinvestitionen, Internationalisierungs- und Expansionsvorhaben sowie langfristige strategische Pläne zu finanzieren oder das Unternehmen gegen mögliche Krisen finanziell abzusichern.

Außerdem bestehen nach dem Börsengang zahlreiche weitere Zugänge zu kapitalmarktgängigen Finanzierungsformen und zu internationalen Finanzmärkten. Neben der Ausgabe von Anleihen, wie zum Beispiel Wandel- oder Optionsanleihen, kann etwa auch eine (wenn notwendig sogar mehrfache) Kapitalerhöhung eine Finanzierungsalternative sein.

Nicht zuletzt können börsennotierte Aktien auch als Akquisitionswährung variabel eingesetzt werden. Der Erwerb anderer Unternehmen oder auch Transaktionen von Unternehmensanteilen beispielsweise über einen Aktientausch werden damit möglich. Der permanent feststellbare Börsenkurs unterstützt bei diesen Geschäften als objektiver und transparenter Wertmaßstab.

b) Professionalisierung und Optimierung der Mitarbeiterstruktur im Unternehmen

Börsennotierte Unternehmen genießen in der Regel einen höheren Bekanntheitsgrad und damit einhergehend oftmals auch eine gesteigerte Attraktivität auf dem Arbeitsmarkt. Häufig verstärkt sich das Unternehmen sowohl im leitenden als auch mittleren Management mit (kapitalmarkt-)erfahrenen Top-Managern, was zu einer stärkeren Aufgabenteilung zwischen Eigentümern und Management führen kann. Auch kann das Interesse gut ausgebildeter Absolventen und qualifizierten Fachpersonals aufgrund der gesteigerten Visibilität und leichter zugänglicher Informationen gewonnen werden. Zudem bietet sich ein breiteres Spektrum an Motivations- und Beteiligungsmöglichkeiten für das (Führungs-)Personal, zum Beispiel in Form von Aktienoptionsplänen. Allgemein kann man sagen, dass ein IPO die Strukturen im Unternehmen erneuert, professionalisiert und damit insgesamt positiv beeinflussen kann.

c) Marketing und Öffentlichkeitsarbeit

In der Regel verbessern sich darüber hinaus die Reputation und der Bekanntheitsgrad am Markt, bei Kunden und Geschäftspartnern sowie generell bei allen Stakeholdern, also bei denjenigen Personen und Gruppen, die ein eigenes Interesse am Unternehmen haben (u. a. Aktionäre, Management, Mitarbeiter). Der Börsengang schafft Transparenz und eine Vertrauensbasis, was sich in Kombination mit einer offenkundig aufgebesserten Bilanz nicht zuletzt an gestärkten geschäftlichen Beziehungen und auch an einem intensivierten Interesse seitens der Kunden bemerkbar macht.

d) Durchsetzung und Wahrung familiärer Interessen

Sollte (vorerst) kein Familienmitglied zur direkten Führungsnachfolge im Unternehmen willens oder geeignet sein, so spricht vieles für einen Börsengang, um sich mit einem von außen kommenden Management professionell für die Zukunft aufzustellen. Wird eine Übertragung von Unternehmensanteilen beispielsweise auf familiäre Nachfolger gewünscht, so vereinfacht dies der einheitliche Marktpreis der Aktien an der Börse, weil ein objektiver Bewertungsmaßstab für die Anteile vorliegt. Aber auch als attraktive Anlage- und Diversifizierungsmöglichkeit für das Familienvermögen und zur flexiblen Senkung oder gänzlichen Auslagerung des wirtschaftlichen Risikos aus der Familie kann ein IPO durchaus sinnvoll sein. Die Eigentümerfamilie kann dabei dennoch die Entscheidungsgewalt durch Mehrheit der Stimmrechte ausüben oder sich schrittweise aus dem Unternehmen zurückziehen, eigene Unternehmensanteile veräußern und beispielsweise ihre unternehmerische Erfahrung als Aufsichtsrat mit dem Management teilen und in das Unternehmen einbringen. Durch den jederzeit möglichen Verkauf der Aktien besteht eine fungible Trennungsmöglichkeit vom Familienunternehmen.

Im Gegensatz dazu besteht bei nicht börsennotierten Unternehmen ein größeres Risiko, dass Interessenkonflikte zwischen den Gesellschaftern nicht wirtschaftlich sinnvoll gelöst werden können. Möglicherweise möchten manche Gesellschafter ihre Anteile abstoßen. Häufig mangelt es aber an geeigneten Käufern, die bereit sind, nicht börsennotierte Anteile zu erwerben. Familienintern fehlt oftmals die Kaufkraft, um große Anteilspakete direkt zu übernehmen. Darüber hinaus gestaltet sich die Bewertung der Anteile sehr aufwändig und schwierig, da ohne Börsennotierung ein objektiver und von allen Gesellschaftern akzeptierter Bewertungsmaßstab nicht ohne Weiteres gebildet werden kann.

Möchte die Familie die Entscheidungshoheit im Unternehmen hingegen behalten, so ergeben sich trotz der Börsennotierung entsprechende Gestaltungsmöglichkeiten, um diesen Wunsch zu realisieren. Durch eine breite Streuung der zu platzierenden Aktien, die zu einem möglichst geringen Streubesitz bei den einzelnen Aktionären führt, lässt sich die Entscheidungsmehrheit und damit der unternehmerische Freiraum der Familie sichern. Außerdem können Vorzugsaktien² emittiert werden, die sicherstellen, dass die Stimmrechte bei dem ursprünglichen Eigentümer verbleiben. Auch die Rechtsform der KGaA stellt eine anerkannte Möglichkeit dar, den Einfluss der Familie weiterhin zu gewährleisten. Auf diesem Wege können der angestrebte Fortbestand und die erfolgreiche Entwicklung des Unternehmens gesichert werden, was prominente Beispiele wie die Sixt SE, Henkel KGaA, Merck KGaA oder Drägerwerk AG & Co. KGaA zeigen.

Wie sich aus den jüngsten Börsengängen der familiengeführten Unternehmen Akasol AG oder Knorr-Bremse AG ersehen lässt, ist es möglich, den IPO sowohl zur Vermögensdiversifikation als auch zu einem schrittweisen Rückzug aus dem Unternehmen strategisch einzusetzen und Anteile der bisherigen Gesellschafter profitabel zu platzieren. In beiden Fällen wurde der Börsengang zu einer signifikanten Umplatzierung der Aktien der Altgesellschafter genutzt. Beim Börsengang von Knorr-Bremse wurden sogar ausschließlich Aktien aus dem Altbesitz von bestehenden Aktionären angeboten. Die Marktkapitalisierung der Knorr-Bremse AG stieg ungeachtet dessen innerhalb der ersten sechs Monate nach dem IPO um rund 15 Prozent. Zudem ist die Knorr-Bremse AG seit März 2019 im MDAX gelistet.

In Deutschland sind rund 90 familiengeführte mittelständische Unternehmen im Prime Standard³ gelistet, dies ist das Segment mit den höchsten Transparenzanforderungen im Regulierten Markt (mehr dazu auf Seite 30f.) an der Frankfurter Wert-

² Aktien, die dem Aktionär kein Stimmrecht, aber eine erhöhte Dividende gewähren.

³ Quelle: DAXplus Family Index

papierbörse.⁴ Die Mehrheit der Unternehmen kann dabei mit einer Marktkapitalisierung unterhalb von einer Milliarde Euro als im besten Sinne mittelständisch bezeichnet werden. Diese Beobachtung zeigt, dass Familienunternehmen den Kapitalmarkt durchaus als Finanzierungsquelle nutzen. Allein im Jahr 2018 wurden durch die Börsengänge der beiden familiengeführten Unternehmen Akasol AG und Knorr-Bremse AG knapp vier Milliarden Euro an Eigenkapital über die Börse aufgenommen.

Auch hat eine im August 2019 veröffentlichte Studie der Technischen Universität München gezeigt, dass börsennotierte Unternehmen mit einer

Beteiligung oder substanziellem Einfluss einer Familie erfolgreicher und profitabler sind als Konkurrenten ohne familiären Einfluss. Börsennotierte Familienunternehmen verzeichneten demnach ein höheres Wachstum bei Umsatz und Beschäftigung und haben dieser Studie zufolge auch in Sachen Rendite eine signifikant bessere operative Performance.⁵

Der IPO kann also als ein wirksamer Katalysator für die langfristige strategische Fortentwicklung des Unternehmens wirken. Entgegen manchen Vorurteilen kann die Eigentümerfamilie, wenn gewünscht, weitestgehend unternehmerisch unabhängig bleiben.

⁴ Dies entspricht einem Anteil von rund 30 Prozent der gelisteten Emittenten im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse.

⁵ So die Ergebnisse der Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.): Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland, S. 64 ff.; 82 ff.

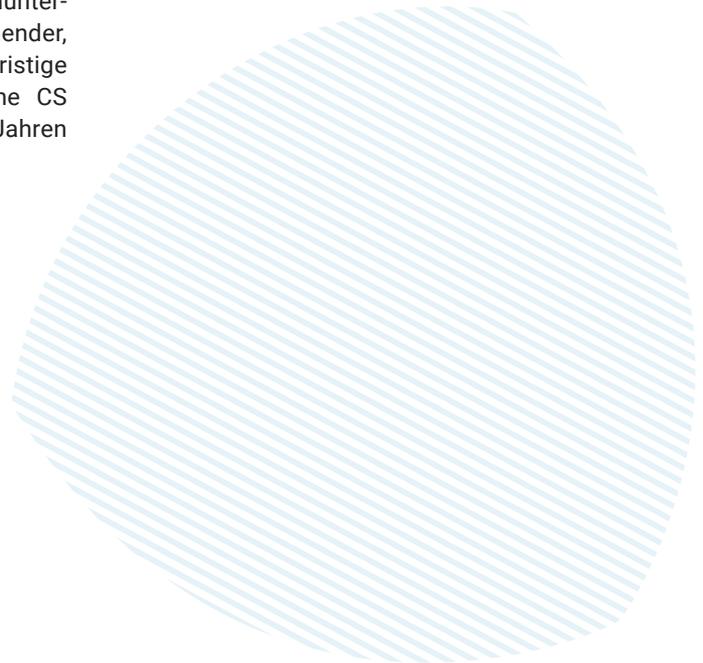
2.3 | STRATEGISCHE BEDEUTUNG EINES BÖRSENGANGS FÜR FAMILIENUNTERNEHMEN

Die besonderen Charakteristika von familiengeführten Unternehmen erklären zum einen die besonderen Herausforderungen beim Thema Börse. Auf der anderen Seite erklären diese Besonderheiten auch den großen Erfolg und die überdurchschnittlichen Kursentwicklungen von am Kapitalmarkt gelisteten Familienunternehmen. Dies gilt sowohl in Deutschland als auch global, wie die nebenstehende Abbildung 1 belegt.

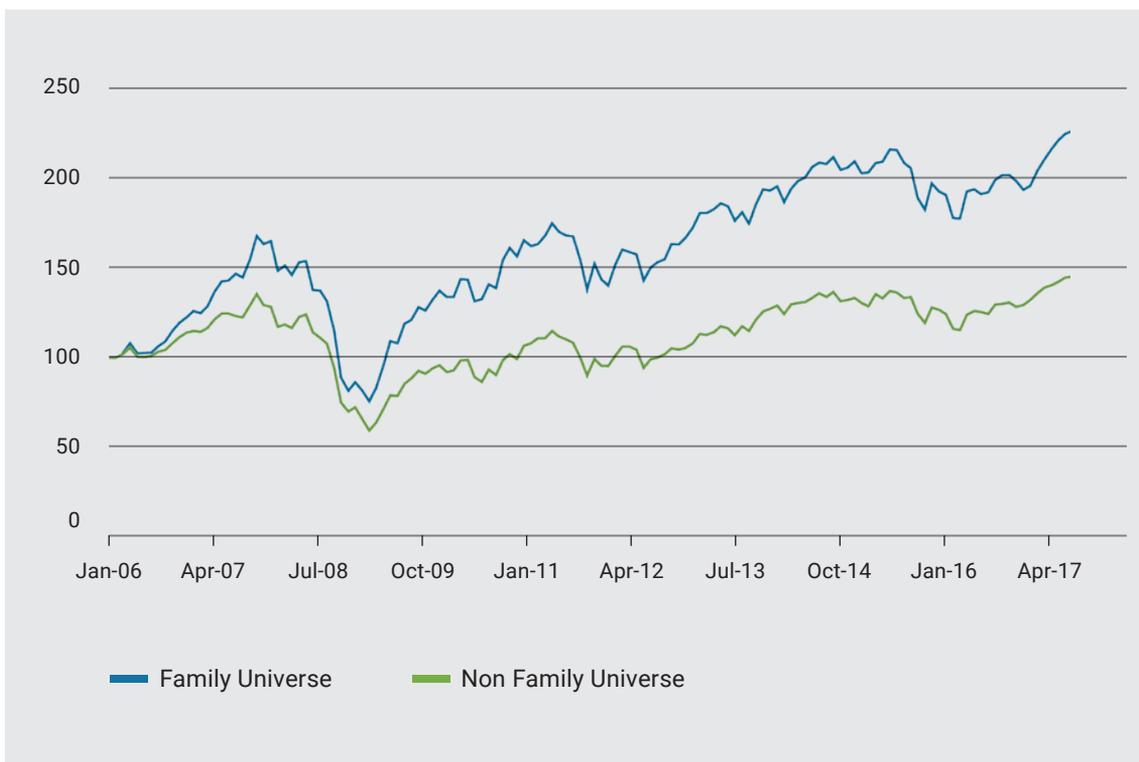
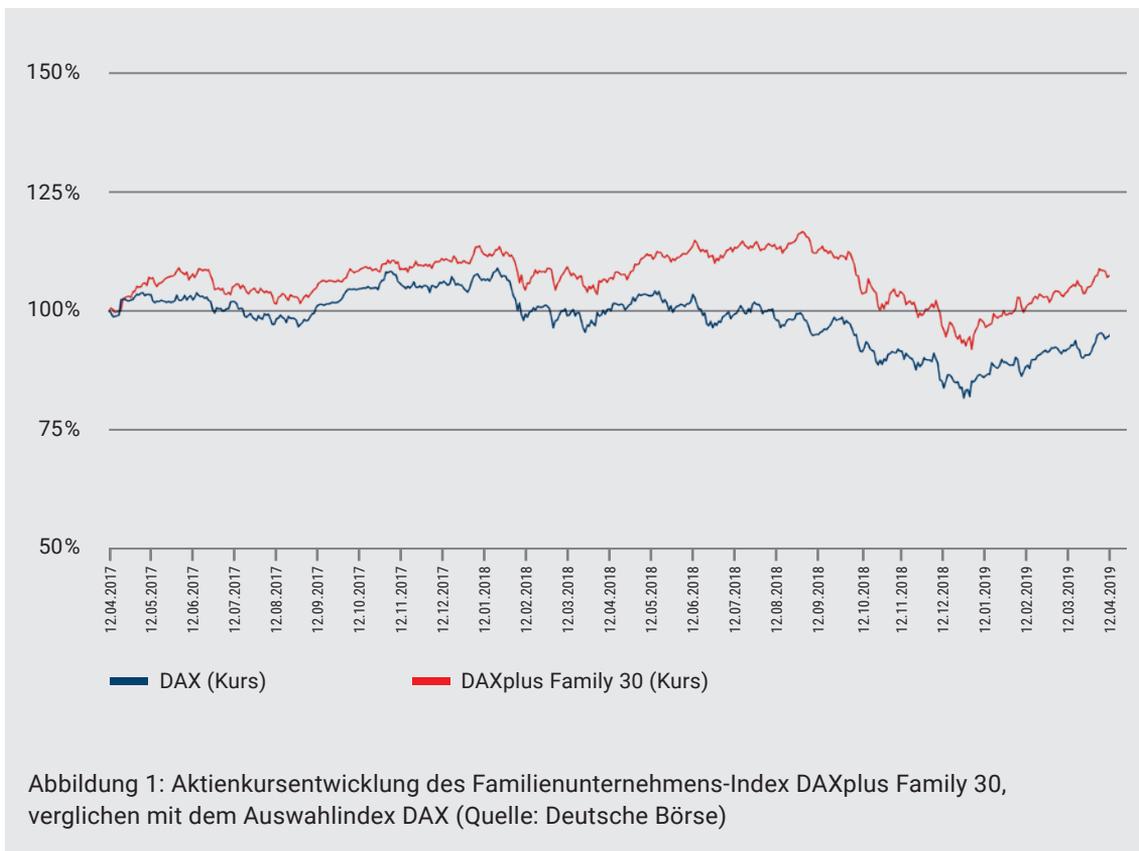
Gemäß der Studie „The CS Family 1000“ der Credit Suisse Group begründen Familienunternehmen an den internationalen Kapitalmärkten inzwischen eine eigene Assetklasse. Weltweit, insbesondere in Asien, Europa und den USA, beschäftigen sich Investoren, Analysten und Banken mit Familienunternehmen als besonders erfolgsversprechender, langfristiger Investitionskategorie. Langfristige analytische Untersuchungen im Index „The CS Family 1000“ über einen Zeitraum von zehn Jahren

(2006 – 2016) zeigen, wie die nebenstehende Abbildung 2 veranschaulicht, dass Unternehmen, bei denen die Gründerfamilie oder Nachfolgegenerationen mindestens 20 Prozent am Eigenkapital halten und in die Unternehmensführung eingebunden sind, am Kapitalmarkt

- bei der Kursentwicklung und Dividendenrendite langfristig deutlich besser abschneiden als die Vergleichsunternehmen im jeweiligen Sektor,
- geringere Kursschwankungen als vergleichbare, nicht familiengeführte Unternehmen in derselben Branche aufweisen,
- eine überdurchschnittliche Wachstumsrate bei Umsatz und EBITDA⁶ erzielen und
- eine konservativere Finanzierungsstruktur aufweisen.



⁶ „earnings before interest, taxes, depreciation and amortization“, also Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände



Der wesentliche Vorteil eines IPO kann unter dem Oberbegriff „Unabhängigkeit“ zusammengefasst werden. Drei Aspekte sind hier besonders hervorzuheben:

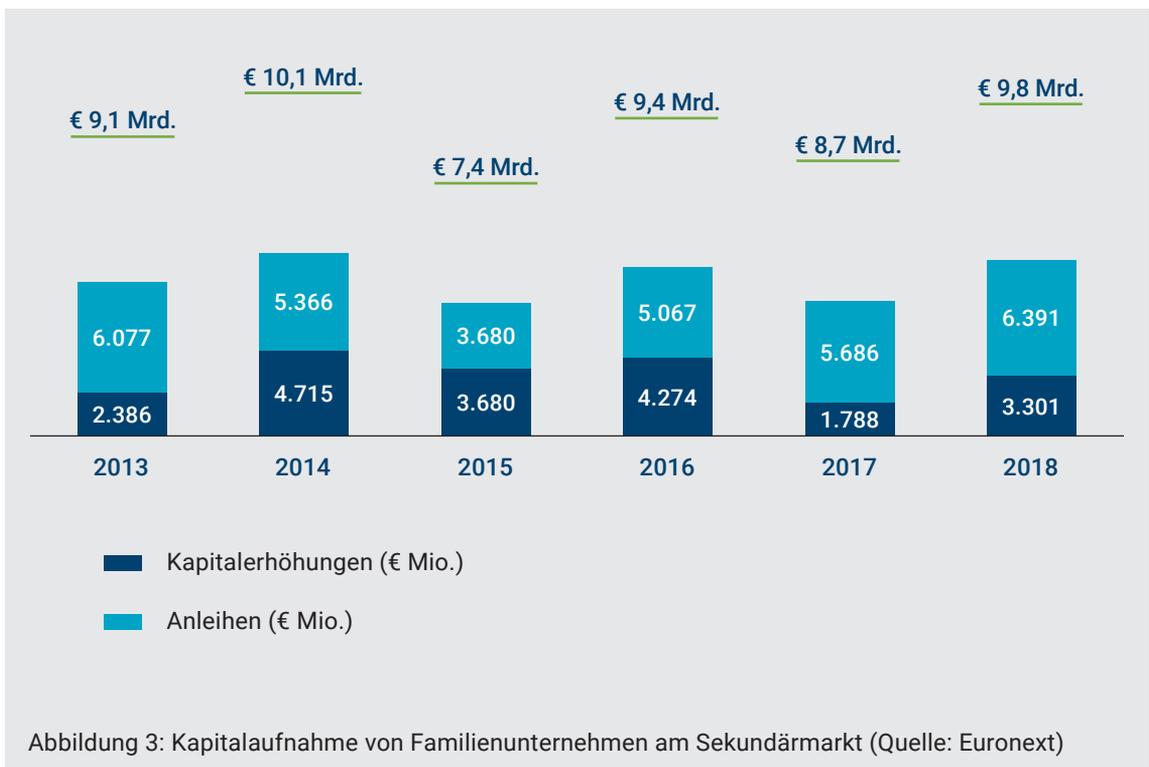
1. Unternehmensfinanzierung

Der Zugang zu Kapitalmärkten eröffnet sowohl auf Eigen- als auch auf Fremdkapitalseite neue finanzierungsstrategische Freiräume. Je nach Einschätzung der Investitionsmöglichkeiten und der Finanzierungskosten bzw. -alternativen nutzen die börsennotierten Familiengesellschaften den Kapitalmarkt regelmäßig auch nach dem Börsengang als Finanzierungsquelle im Rahmen sogenannter Sekundärplatzierungen. So haben zum Beispiel familiengeführte Unternehmen an der Mehrländerbörse Euronext seit 2013 im Rahmen von 349 Eigenkapitaltransaktionen und von 101 Anleiheemissionen über 54 Milliarden Euro an Erlösen erzielt (siehe Abb. 3). Ein Börsengang führt regelmäßig zu einer Stärkung des Eigenkapitals und einer Verbesserung der Bilanzkennzahlen. Das eröffnet auch neue Finanzierungsspielräume auf der Fremd-

kapitalseite, die das Unternehmen zur Reduzierung der klassischen Bankfinanzierung nutzen kann.

2. Steigerung des Unternehmenswerts

Die neuen Möglichkeiten bei der Finanzierungsstrategie können besonders relevant für die Finanzierung von Investment-Opportunitäten sein, die im klassischen Bankdarlehen einer besonderen Risikoprüfung und Einstufung unterliegen. Da eine klassische Bankenfinanzierung überwiegend auf historischen Resultaten und bestehenden Kennzahlen beruht, die sich aus der aktuellen Bilanz ersehen bzw. ableiten lassen, sind die Spielräume für bankenfinanzierte Investitionen in neuartige Forschungs- und Entwicklungsfelder, die Expansion in neue Geschäftsfelder oder internationale Übernahmen eher begrenzt. Zudem unterliegen diese einer besonderen Risikoprüfung, die meist zu erhöhten Finanzierungskosten führt. Außerdem beinhalten die Kreditverträge zahlreiche Klauseln, die vom Darlehensnehmer bestimmte Garantien und Zusicherungen (Covenants) fordern.

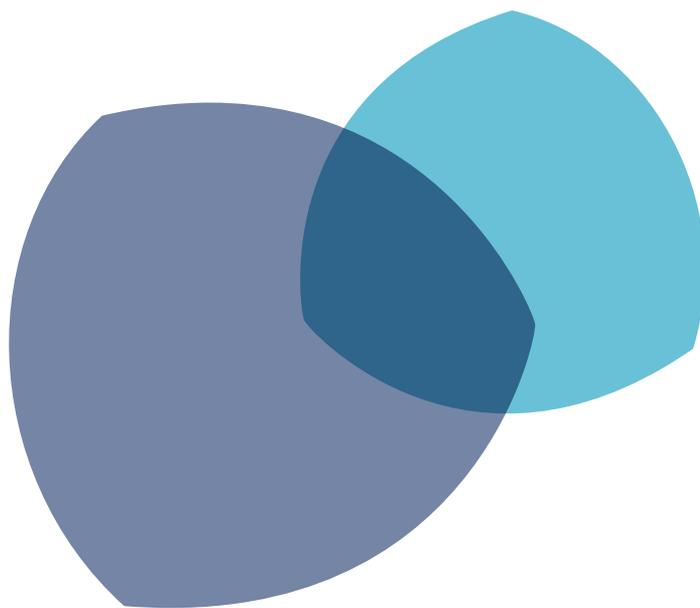


Eine klassische Finanzierung über interne Cashflows oder Bankdarlehen führt häufig zu einer nicht optimalen und nur schrittweisen Umsetzung der als notwendig erachteten Investitionen. Beispielsweise wird ein mittelständisches Zulieferunternehmen die häufig von Großkunden erwartete geografische Expansion des Unternehmens nur unter Auflagen über Bankdarlehen finanzieren können. Des Weiteren besteht die Gefahr, dass notwendige Investitionen in Forschung und Entwicklung oder in die Erweiterung der vertikalen Wertschöpfung nicht zeitnah durchgeführt werden können.

Am Kapitalmarkt stehen fundierte, werttreibende Investitionen und eine transparente Dokumentation im Vordergrund. Ferner verfügen Kapitalmarktinvestoren als Experten in den jeweiligen Sektoren oft über andere und bessere Informationsquellen. Sie kommen insbesondere bei der Finanzierung von Wachstumsinvestitionen oft zu einer positiveren Haltung als die traditionell finanzierenden Banken. Hat das Unternehmen zudem einen positiven „Track Record“ am Kapitalmarkt aufgebaut und das Vertrauen der Kapitalmarktinvestoren gewonnen, können Wachstumsfinanzierungen deutlich effizienter umgesetzt werden.

3. Reduzierung von Abhängigkeiten

Börsennotierte Familienunternehmen werden auch am Kapitalmarkt als langfristig orientiert, zykluserfahren und damit als weniger risikobehaftet angesehen. Dennoch sind natürlich auch für die börsennotierten Familienunternehmen die Schaffung der notwendigen Strukturen und die Wahrung der geforderten Transparenz unabdingbar. Diese Standardisierung der Informationsströme und die Offenlegung von Informationen führen zu einer Demokratisierung der Investorenbasis. Gerade börsennotierte Familienunternehmen, die die langfristige Ausrichtung eines privaten Unternehmens mit den formellen Anforderungen des Kapitalmarktes kombinieren, verfügen über eine überdurchschnittlich stabile und wenig volatile Investorenbasis, die den weiteren Kurs des Unternehmens als Ankerinvestoren unterstützt. Eine Abhängigkeit von einzelnen Großinvestoren, wie zum Beispiel Private-Equity-Investoren, die außerbörsliches Eigenkapital zur Verfügung stellen, wird reduziert.



2.4 | KONTROLLVERLUST DER INHABER DURCH DEN BÖRSENGANG?

Ein Gang an die Börse wird gedanklich häufig mit dem Verlust von Kontrolle assoziiert. In der Praxis gehen der Börsengang und der neue Status als börsennotiertes Unternehmen in vielen Fällen allerdings mit einem Kontrollgewinn einher – was auch die unter 2.3 erwähnte Analyse der Credit Suisse Group bestätigt. Diese kommt zu dem Schluss, dass das Engagement der Familie nicht unbedingt mit dem Alter des börsennotierten Unternehmens stark abnimmt. Nur fünf Prozent der befragten Unternehmen der vierten Generation gaben an, dass es keine familiäre Beteiligung oder Vorstandsmitgliedschaft von Familienaktionären in der börsennotierten Gesellschaft gibt.

In der Praxis begegnet man häufig drei Szenarien, in denen ein IPO zum Kontrollgewinn führen kann:

1. Junge Familienunternehmen mit eingeschränkten Finanzierungsmöglichkeiten eröffnen sich über den Kapitalmarkt neue strategische Finanzierungsoptionen.
2. In Familienunternehmen mit zahlreichen Familienstämmen, bei denen Uneinigkeit hinsichtlich der zukünftigen Strategie des Unternehmens herrscht, kann der Exit eines Familienstammes oder Familienteils durch einen IPO zu einem Kontrollgewinn für das Unternehmen und die verbleibenden Familienmitglieder führen.
3. Familienunternehmen mit PE- oder VC-Investoren⁷, die über den Kapitalmarkt ihren Exit realisieren.

Im europäischen Kontext ist ein IPO unter Mitwirkung von PE- oder VC-Investoren der häufigste Fall.

Familienunternehmen, an denen bereits Finanzinvestoren oder strategische Investoren beteiligt sind, weisen in der Regel einen hohen Grad an Offenlegung und ein zeitnahes Reporting auf.

Reporting-Standards und -prozesse, Überwachung der zentralen Leistungsindikatoren (Key Performance Indicators: KPI) und benchmark- oder sektororientierte Unternehmenssteuerung sind normalerweise bereits etabliert. Der wesentliche Unterschied zu einem börsennotierten Unternehmen ist der Grad der Standardisierung und der einheitliche Adressatenkreis infolge der Offenlegungspflichten zum IPO-Zeitpunkt.

So ist auch bei der Gewinnung von Kapitalmarktinvestoren im Rahmen eines Börsengangs eine Offenlegung von Unternehmensinformationen erforderlich. Dabei führt jedoch nicht jeder potenzielle Investor mit seinem Beraterstab eine eigene Due Diligence (DD) durch, also eine sorgfältige Prüfung aller relevanten Dokumente und Verträge des Unternehmens, um die Börsenreife des IPO-Kandidaten zu beurteilen (hierzu mehr auf Seite 34). Vielmehr wird diese durch anerkannte und für den Börsengang beauftragte Experten, nämlich von den begleitenden Anwaltskanzleien („Legal DD“) und den beauftragten Wirtschaftsprüfern („Financial DD“), für alle potenziellen Investoren gleichermaßen durchgeführt. Das Ergebnis der IPO-DD findet Eingang in das für die Transaktion zentrale und nach der Billigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) für jedermann zugängliche Dokument: den Wertpapierprospekt.

Auch das Reporting nach dem IPO als dann börsennotiertes Unternehmen folgt einem standardisierten festen Rahmen. Für die meisten familiengeführten Unternehmen sind das unterjährige Reporting und die Berichterstattung nach Segmenten sowie das Abhalten einer Hauptversammlung oft Neuland, das professionelle Hilfe erfordert. Allerdings ist auch hier wieder die Pflicht von der Kür zu trennen. Obwohl in Europa die Reporting-Anforderungen relativ niedrig sind (verglichen mit anderen Wirtschaftsräumen) und gesetzlich lediglich ein Sechs-Monats-Reporting gefordert wird, bleibt zu beachten, dass ein börsennotiertes Unternehmen – mit den nun gelisteten Aktien – neu auf dem Kapitalmarkt ist und die gebotene Unternehmenstransparenz ein wesentliches Merkmal der Aktie darstellt.

⁷ PE: Private Equity, VC: Venture Capital

2.5 | TRANSPARENZ

a) Vertrauensgewinn durch Transparenz

Grundsätzlich lässt sich feststellen, dass Transparenz im Umgang mit Kapitalmarktinvestoren Vertrauen schafft und damit die Attraktivität des Unternehmens bei Kunden und Mitarbeitern steigert. Dass Vertrauen die Basis jeder guten Geschäftsbeziehung ist, ist keine neue Weisheit, aber insbesondere bei traditionellen Familienunternehmen oft ein fester Bestandteil der Unternehmensphilosophie. Ein Börsengang bietet die Gelegenheit, die gesetzlich ohnehin geforderte Transparenz als einen strategischen Vorteil gegenüber nicht notierten Wettbewerbern zu gestalten. Diese gilt gleichermaßen gegenüber Kunden wie auch gegenüber Lieferanten und Mitarbeitern.

Während und nach dem Börsengang müssen sich Familienunternehmen auf die Einhaltung der gesetzlichen Publizitätspflichten und die damit entstehende Transparenz einstellen. Neben dem umfangreichen Wertpapierprospekt, der unter anderem das Geschäftsmodell, die Risiken, die wirtschaftliche Situation des Unternehmens und die Modalitäten des Wertpapiers detailliert darstellt, verpflichtet sich das Unternehmen zu Transparenz in vielerlei Hinsicht: regelmäßige Veröffentlichung von Finanz- und Jahresberichten, Informationen zur Einberufung und der Tagesordnung einer Hauptversammlung sowie sonstige Veröffentlichung wichtiger Unternehmensinformationen. All dies erfordert eine gewissenhafte Öffentlichkeitsarbeit. Weitere Folgepflichten, wie die Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen bei börsenkursrelevanten Ereignissen, die Offenlegung der Eigengeschäfte von Führungskräften und nahestehenden Personen oder die Darstellung der Stimmrechtsanteile im Unternehmen, müssen ebenfalls fortlaufend beachtet werden, folgen aber einem standardisierten Format und Ablauf. Sobald dieser einmal aufgesetzt wurde, wird er erfahrungsgemäß bereits nach kurzer Zeit als Routine wahrgenommen.

Den Willen und die Fähigkeit zur offenen Kommunikation mit Investoren und ein kompetentes Team zur Öffentlichkeitsarbeit vorausgesetzt, kann Transparenz als eine vertrauensstärkende Maßnahme eingesetzt werden. Das Unternehmen kann sich die zu erfüllenden Publizitätspflichten zunutze machen: Gestärkte geschäftliche Beziehungen, ein gesteigertes öffentliches Ansehen, eine intensivere Aufmerksamkeit bei Kunden, Geschäftspartnern und Investoren sowie möglicherweise sogar eine bessere Bonität durch größeres Vertrauen der Banken können so bei durchdachter Herangehensweise erreicht werden.

b) Risiken größerer Transparenz

Bei der Vorbereitung des Börsengangs ist es wichtig zu beachten, dass sich alle veröffentlichten Informationen des Unternehmens, zum Beispiel Marketingmaterialien, mit den Angaben im Prospekt decken müssen. Es dürfen sich also in den sonstigen Veröffentlichungen des Unternehmens keine zusätzlichen, anderen oder gar widersprechenden Informationen finden als im Prospekt. Anderenfalls drohen Haftungsrisiken, wie beispielsweise Schadensersatzansprüche von Investoren. Bei Werbekampagnen, Analystenpräsentationen, Pressemitteilungen und -konferenzen sowie Veröffentlichungen aller Art ist daher ein sorgsamer vorheriger Abgleich der Angaben in Veröffentlichungen und im Prospekt geboten. Darüber hinaus ist mit dem Börsengang die Veröffentlichung wichtiger unternehmensbezogener Informationen und Ereignisse – positiver wie negativer Natur – verpflichtend.

3 | DIE BÖRSENREIFE BEI FAMILIENUNTERNEHMEN

O bwohl es zu dem Thema Börsenreife, auch IPO-Readiness genannt, unzählige Workshops gibt, wird „Börsenreife“ oft lediglich mit den technischen Voraussetzungen und Organisationsstrukturen im Unternehmen gleichgesetzt. Insbesondere bei Familienunternehmen ist aber die „qualitative“ Börsenreife hinsichtlich einer kapitalmarktorientierten Unternehmensphilosophie und der unbedingten Verpflichtung des Managements und der Mitarbeiter zum Börsengang mindestens genauso wichtig. Kurz gesagt: Sowohl das Unternehmen als auch die Unternehmerfamilie müssen den Gang aufs Parkett als Teil der Unternehmensphilosophie wollen und diesen Weg aktiv und dauerhaft begleiten.

3.1 | HERSTELLUNG DER BÖRSENREIFE

D er IPO-Prozess ist ein recht technischer und standardisierter Vorgang, in dem parallel zahlreiche Vorbereitungen, Prüfungen, Dokumentations- und Reporting-Erfordernisse abgearbeitet werden. Dem Unternehmen steht für das IPO-Projekt eine mandatierte Projektgruppe (Working Group) aus Banken, Anwälten, Wirtschaftsprüfern und Beratern zur Verfügung, die in koordinierter Art und Weise den eigentlichen IPO-Prozess nach Herstellung der Börsenreife in der Regel innerhalb von sechs bis neun Monaten abgeschlossen haben sollte. Für Vorbereitung und Beratung hinsichtlich der Börsenreife ist in einem bereits gestarteten IPO-Prozess also keine Zeit mehr. Dies muss also schon vorher erfolgt sein. Und insbesondere bei familiengeführten Unternehmen sollte, sofern nicht bereits geschehen, vor dem Börsengang die Unternehmensnachfolge geplant und in Nachfolgeplänen geregelt werden.

Bei der Herstellung der Börsenreife sollte das Unternehmen insbesondere folgende Themen im Blick haben:

- Überprüfung und nötigenfalls Umstellung der Rechnungslegungsstandards (International Financial Reporting Standards, IFRS) und Vorbereitung unterjähriger Berichtsfähigkeit (siehe nächste Seite).

- Einrichtung eines umfassenden Datenraums und die Prüfung von wesentlichen Verträgen des Unternehmens, insbesondere Verträge mit nahestehenden Dritten (z. B. in der Familie); diese müssen einem Fremdvergleich standhalten, wären also auch mit unabhängigen Dritten zu marktüblichen Konditionen abgeschlossen worden.
- Erstellung der Equity Story, also die Herausarbeitung der Verkaufsargumente für eine neue Aktie, als ein zentrales Element im Feedback-Prozess mit Banken und in „Early Look Investor Meetings“, in denen das grundsätzliche Interesse von möglichen Investoren ausgelotet wird.
- Börsenreife des Managements, insbesondere gute Kommunikationsfähigkeit gegenüber dem Kapitalmarkt und einheitliche Kommunikationsstrategie.

a) Rechtliche und wirtschaftliche Börsenreife

Die rechtlichen und wirtschaftlichen Gegebenheiten beim Unternehmen bilden einen wesentlichen Schwerpunkt der Vorbereitungen für den IPO. Diese vorgelagerte Prüfung der Kapitalmarktreife des Unternehmens hinsichtlich der beiden Aspekte sollte sorgfältig und mit ausreichend zeitlichem Vorlauf angegangen werden, um eventuell notwendige Anpassungen und Umstrukturierungen noch vornehmen zu können. Prüfung und Umsetzung erforderlicher Maßnahmen sollten bis zum Beginn der eigentlichen IPO-Vorbereitungen abgeschlossen sein.

Die folgenden Punkte sind bei der Herstellung der rechtlichen Börsenreife wesentlich:

- Falls erforderlich, Umwandlung der bestehenden Gesellschaft (z. B. GmbH) in eine börsenfähige Rechtsform (AG, KGaA, SE) (siehe Seite 21),
- Gestaltung einer börsenfähigen Satzung (ggf. Anpassung der satzungsändernden Mehrheiten nach dem IPO),
- Berufung und Besetzung von Aufsichtsräten, sofern noch nicht vorhanden (mindestens drei Personen),

- Aufstellen einer Geschäftsordnung für Vorstand und Aufsichtsrat,
- Anpassung und Strukturierung des Eigenkapitals (Aufteilung in Grundkapital und Rücklagen),
- ggf. Bildung von Stimmrechtspools unter den Gründungsaktionären.

Bei der Herstellung und Vorbereitung der wirtschaftlichen Börsenreife spielen insbesondere die folgenden Faktoren eine zentrale Rolle:

- klare Wachstums- und Zukunftsstrategie,
- eine mit der Strategie und dem Businessplan kongruente Equity Story,
- transparentes und erprobtes Geschäftsmodell,
- starkes und erfahrenes Management-Team (keine One-Man-Show)
- fundierte Umsatzentwicklung,
- zumindest eine klare Perspektive zum Erreichen der Profitabilität und der operativen Margen.

Im weiteren IPO-Prozess sind in finanzwirtschaftlicher Hinsicht insbesondere die ausführliche Erläuterung der im Prospekt enthaltenen Geschäftsjahre und Erläuterungen der Veränderungen von Jahr zu Jahr vorzubereiten. Auch der Verwendung der durch den IPO generierten Mittel („use of proceeds“) kommt eine hervorgehobene Bedeutung zu. Dabei sollten die geplante und kommunizierte Erlösverwendung zum einen mit der Equity Story, zum anderen auch mit den entsprechenden Erläuterungen im Prospekt plausibel übereinstimmen. Hier ist insbesondere der CFO gefordert.

b) Rechnungslegungsstandards

Der IPO an einem europäischen regulierten Kapitalmarkt, gleich ob an der Deutschen Börse oder an anderen Börsenplätzen in Europa, erfordert regelmäßig ein Berichtswesen nach IFRS, nämlich dann, wenn das Unternehmen verpflichtet ist, Konzernabschlüsse zu erstellen. Ist das Unternehmen lediglich verpflichtet, einen Einzelabschluss zu erstellen, können Unternehmen mit Sitz in der EU oder im EWR ihren Einzelabschluss auch nach dem nationalen Recht des Sitzstaates des Unternehmens, also z. B. in Deutschland nach Handelsgesetzbuch (HGB), erstellen.

Die weniger regulierten Segmente, sogenannte börsenregulierte Segmente, erlauben die Beibehaltung der nationalen Rechnungslegungsvorschriften („domestic GAAP“⁸), das heißt für deutsche Unternehmen das Handelsgesetzbuch. Beispielsweise können kleine und mittlere Unternehmen im speziell für sie geschaffenen börsenregulierten Segment „Scale“ der Deutschen Börse von der Beibehaltung nationaler Rechnungslegungsvorschriften profitieren und müssen nicht aufwändig auf internationale Rechnungslegung umstellen. Für den Wertpapierprospekt müssen darüber hinaus die letzten drei Jahresabschlüsse in testierter Form vorliegen, auch wenn das Unternehmen nach den deutschen Vorgaben nicht prüfungspflichtig ist.

Bei der Abwägung zwischen IFRS und HGB gilt es zu beachten, dass Familienunternehmen – wie bereits dargelegt – als eine qualitativ hochwertige Asset-Klasse angesehen werden. Eine hohe, den Anforderungen internationaler Investoren entsprechende Qualität des Reportings sollte daher sicher gestellt sein. Eine entsprechende Umstellung der Rechnungslegung auf IFRS ist für familiengeführte Börsenkandidaten unabhängig vom gewählten Segment daher empfehlenswert.

⁸ GAAP: generally accepted accounting principles

Somit kann das Thema Rechnungslegung Börsenkandidaten insbesondere in zweierlei Hinsicht vor Herausforderungen stellen:

- vor dem IPO die häufig erforderliche Umstellung des Berichtswesens auf die IFRS,
- nach dem IPO die Einhaltung der vorgeschriebenen Fristen für die Berichterstattung (Quartalsberichte (soweit erforderlich), Halbjahres- und Jahresabschlüsse).

Beide Aspekte werden auch bei etablierten Familienunternehmen, die eine eigene etablierte Reporting-Routine haben, oft unterschätzt. Während die Umstellung auf IFRS für ein junges Unternehmen in der Regel keine größeren Probleme darstellt, kann auf Familienunternehmen mit einem hohen Anteil an Forschungs- und Entwicklungskosten oder mit historischer M&A-Aktivität, also z. B. bei Fusionen, Unternehmenskäufen und Übernahmen, eine große Herausforderung zukommen.

Da im Wertpapierprospekt drei Geschäftsjahre abgebildet werden, müssen die Daten rückwirkend für drei Jahre sowie das vierte Vergleichsjahr aufgearbeitet werden. Oft sind dabei die für die IFRS-Umstellung notwendigen Daten nur mit erheblicher Mühe aus den bestehenden Buchhaltungssystemen herauszufiltern oder zu rekonstruieren.

Eine weitere zu meisternde Herausforderung für Unternehmen, die den Gang an die Börse anstreben, sind die am Kapitalmarkt geltenden Veröffentlichungsfristen. Ein nicht börsennotiertes Unternehmen gilt dabei als schnell, wenn es den Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2019 gegen Ende April 2020 veröffentlicht, das heißt nach zirka 120 Tagen. Als börsennotiertes Unternehmen besteht bereits die rechtliche Verpflichtung (und nicht lediglich die Erwartungshaltung), den Geschäftsbericht 2019 schon bis Ende April 2020 zu veröffentlichen.

3.2 | DIE RICHTIGE RECHTSFORM FÜR EINEN BÖRSENGANG

Das Familienunternehmen kann zwischen den folgenden deutschen börsenfähigen Rechtsformen wählen:

- AG: Sie ist die Rechtsform, die zirka 90 Prozent der in Deutschland börsennotierten Unternehmen gewählt haben. Dies liegt daran, dass die Investoren mit der AG am besten vertraut sind und Aktionäre hier den meisten Einfluss ausüben können.
- KGaA (einschließlich der in der Praxis selten gewählten Sonderform der GmbH & Co. KGaA) sowie
- SE als europäischer Kapitalgesellschaftsform.

a) AG vs. KGaA

Die KGaA ist eine gesellschaftsrechtliche Mischform, die sowohl Elemente der Kapitalgesellschaft als auch der Personengesellschaft enthält. Sie verfügt über ein in Aktien zerlegtes Grundkapital und ist damit börsenfähig. Die Geschäftsführung erfolgt über die Komplementärin und deren Organe. Die Kommanditaktionäre sind nur vermögensmäßig über die an der Börse gehandelten Aktien an der Gesellschaft beteiligt. Als Komplementärin wird zur Haftungsbegrenzung in der Regel eine Kapitalgesellschaft wie eine GmbH, AG oder SE gewählt.

Die KGaA erfreut sich, obwohl immer noch deutlich in der Minderheit bei Börsennotierungen, zunehmender Beliebtheit. So ging im Jahr 2018 die DWS Asset Management als Tochtergesellschaft der Deutschen Bank in der Rechtsform der KGaA an die Börse. Im DAX sind immerhin vier Unter-

nehmen, also mehr als zehn Prozent, in der Rechtsform der KGaA organisiert, namentlich Henkel AG & Co. KGaA, Fresenius Medical Care KGaA, Fresenius SE & Co. KGaA und Merck KGaA.

Wesentliches Motiv für die Wahl der KGaA – und das kann insbesondere für Familienunternehmen interessant sein – ist, dass die Gesellschaft unter Trennung von Unternehmensleitung und Finanzierung an die Börse gehen kann. Die Familie kann ihren unternehmerischen Einfluss über die Beteiligung an der Komplementärgesellschaft auch nach dem IPO aufrechterhalten und die Gesellschaft erhält dennoch frisches Kapital über die Börse. Die Familie kann mit der Rechtsform der KGaA trotz Börsennotierung und einer damit möglicherweise verbundenen Minderheitsbeteiligung an den Aktien ihre Entscheidungsmacht dauerhaft absichern. Diese Zwei-Säulen-Struktur macht die KGaA für Familienunternehmen besonders attraktiv. Durch diese Struktur ist die KGaA auch übernehmeresistent, was ein weiterer Vorteil ist. Die KGaA lässt sich rechtlich auch flexibler gestalten und genauer auf die Interessen der Familie zuschneiden als die sehr formstrenge Rechtsform der AG. Auch mitbestimmungsrechtliche Privilegien können sich ergeben.

Für die AG spricht, dass Investoren diese Rechtsform im Allgemeinen bevorzugen. Die Wahl einer KGaA kann unter Umständen zu Preisabschlägen führen, weil sie gerade wegen der genannten Vorteile für einzelne Gesellschafter (die Familie) als nicht so investorenfreundlich angesehen wird. Deshalb ist es möglicherweise etwas schwieriger, das nachhaltige Interesse von Investoren für einen IPO in der Rechtsform der KGaA zu wecken. Auf der anderen Seite sind für den Erfolg eines IPO Kriterien wie ein erfolgreiches Geschäftsmodell, Wachstum und eine überzeugende Strategie sowie eine hohe Managementqualität wichtiger als die bloße Rechtsform.

b) Societas Europaea (SE)

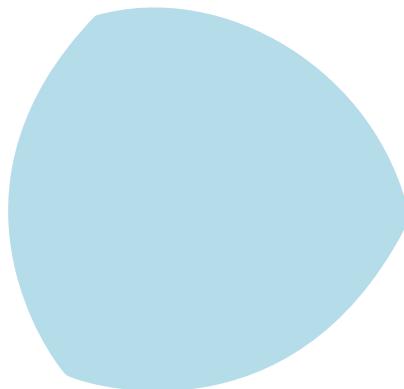
Als Alternative zur deutschen AG oder KGaA kann bei europaweit tätigen Unternehmen gegebenenfalls auch die durch europäisches Recht eingeführte Europäische Aktiengesellschaft (Societas Europaea, SE) in Frage kommen.⁹

Wer eine SE gründen darf, ist genau vorgegeben. Natürliche Personen dürfen die SE überhaupt nicht gründen. Nur andere juristische Personen wie beispielsweise eine AG oder GmbH kommen als Gründer in Betracht. Sie benötigen zudem einen Bezug zu einem anderen Mitgliedstaat der EU oder des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR). Dabei müssen entweder Gesellschaften aus verschiedenen Mitgliedsstaaten beteiligt sein oder die Gründer müssen Tochtergesellschaften oder Zweigniederlassungen in verschiedenen Mitgliedstaaten haben.

Mit der SE lassen sich erstmals in Deutschland eine monistische Binnenstruktur und eine kapitalmarktfähige Gesellschaft vereinen. Bei einer deutschen AG gibt es einen Vorstand, der das Unternehmen leitet. Daneben existiert ein Aufsichtsrat, der den Vorstand überwacht und berät (dualistische Struktur). In der monistischen Struktur kann die SE dagegen auch mit einem Verwaltungsrat ausgestattet werden, der die Aufgaben von Vorstand und

Aufsichtsrat vereint. Es verwundert nicht, dass ungefähr die Hälfte der deutschen SE monistisch verfasst sind. Gerade mittelständische Unternehmen sparen sich so den mit der Aufspaltung in zwei Organe verbundenen Aufwand und die damit verbundenen Kosten. Für größere, mitbestimmte Unternehmen ist diese Struktur dagegen nicht so attraktiv, da sie eine Mitbestimmung auch im Leitungsorgan zur Folge hat.

Die SE ermöglicht es Unternehmen, ihr Mitbestimmungsniveau „einzufrieren“, denn Grundlage der Mitbestimmung in der SE ist eine Verhandlung zwischen den Arbeitnehmern und der Unternehmensleitung. Diese bestimmen, wie und in welchem Umfang die SE mitbestimmt sein soll. Können sich die Parteien nicht einigen, so gilt grundsätzlich das Mitbestimmungsniveau der am intensivsten mitbestimmten Gründungsgesellschaft. Im deutschen Recht richtet sich das Mitbestimmungsniveau hingegen nach der Arbeitnehmerzahl. Steht ein Unternehmen nun kurz vor dem Erreichen der nächsten Schwelle (500 Arbeitnehmer für die Drittelbeteiligung und 2000 Arbeitnehmer für die paritätische Mitbestimmung), kann es sich vorher noch in eine SE umwandeln, um auf diese Weise der stärkeren Mitbestimmung zu entgehen. Änderungen des einmal vereinbarten Mitbestimmungsniveaus sind nur in Ausnahmefällen vorgesehen.



⁹ Vgl. hierzu den WIFU-Praxisleitfaden „Die europäische Aktiengesellschaft (SE) als Rechtsformalternative für Familienunternehmen“.

3.3 | INTERNE KOMMUNIKATION UND EQUITY STORY

Solange sich der IPO lediglich im Gedankenspiel der Gesellschafter und des Managements befindet, ist höchste Vertraulichkeit zu empfehlen. Ist die Entscheidung jedoch soweit gereift, dass Berater ins Haus kommen und die internen Vorbereitungen beginnen, verändert sich die interne Informationsstrategie. Nach außen hin ist bis zur offiziellen Ankündigung des Börsengangs weiterhin Stillschweigen zu wahren.

Um Verunsicherungen bei den Mitarbeitern wegen des IPO zu vermeiden und Gerüchte gar nicht erst aufkommen zu lassen, empfiehlt es sich, gegenüber den Mitarbeitern, die mit der Vorbereitung des Börsengangs in Berührung kommen können, das IPO-Projekt aktiv zu kommunizieren. Hierbei sollte zunächst natürlich auf die Vertraulichkeit hingewiesen und die Mitarbeiter entsprechend sensibilisiert und geschult werden. Darüber hinaus sollten den Mitarbeitern auch die mit dem Börsengang verbundenen Chancen für und Anforderungen an das Unternehmen erläutert werden. Medientrainings für das Management, die Schaffung einer Investor-Relations-Abteilung sowie die Vorbereitung von Management und Mitarbeitern auf mögliche Fragen von Presse oder Investoren zu sensiblen Bereichen, wie zum Beispiel der Unternehmensbewertung und der Platzierungsstruktur, sind in jedem Fall zu empfehlen.

Die „Equity Story“ ist ein zentrales Element bei jedem Börsengang, sie soll das Investoreninteresse wecken und hilft dem Unternehmen, die passenden Investoren zu finden. Auch die eigenen Mitarbeiter, die Kunden, die Wettbewerber und die Medien zählen zum erweiterten Adressatenkreis der Equity Story. Familienunternehmen gelten zu einem gewissen Grad – unabhängig vom Sektor – als langfristig orientiert und sprechen daher ein sehr breites Investorenpublikum an, so dass eine eindeutige

Zuordnung zu den üblichen Investorenprofilen, wie „wachstumsorientiert“ auf der einen oder „wertorientiert“ auf der anderen Seite, nicht möglich ist.

Die Beantwortung der nachfolgenden Fragen hilft bei der Formulierung der eigenen Equity Story:

- Weshalb sollten sich Investoren für mein Unternehmen begeistern?
- Was ist die Kernbotschaft des Unternehmens sowie die Unternehmensphilosophie?
- Welche Art von Investoren und Investmentphilosophie passen zu meinem Unternehmen?
- Welche Marktanteile in welchen Märkten werden angestrebt?
- Welche Wachstumsstrategie wird verfolgt: externe vs. interne, geografische vs. vertikale Expansion?
- Welche Unternehmen sind mit dem eigenen vergleichbar (Peergroup) und wie definiere ich meinen Vergleichsmaßstab?
- Welches sind meine erfolgsrelevanten KPI?

Zu beachten ist, dass die Equity Story kongruent sein muss mit der aktuellen Positionierung und dem zukünftigen Businessplan der Gesellschaft sowie allen Veröffentlichungen des Unternehmens (insbesondere dem Prospekt) vor, während und nach dem IPO. Das Thema Equity Story ist daher bereits in einer frühen Phase der IPO-Vorbereitungen anzugehen. Erfahrungsgemäß entwickelt sich die Equity Story im Verlauf der IPO-Vorbereitungen und der zahlreichen Gespräche mit Banken, aber auch mit dem Wirtschaftsprüfer. Die Segmente im Geschäftsbericht und die festzulegenden Leistungskennzahlen sind dabei genauso zu berücksichtigen wie die von den beratenden Banken modellierten Unternehmensbewertungen.

3.4 | INCENTIVIERUNG DURCH MANAGEMENT- UND MITARBEITERBETEILIGUNG

Durch einen Börsengang wird es dem Unternehmen ermöglicht, seine Mitarbeiter im Rahmen von Management- und Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen am Unternehmenserfolg partizipieren zu lassen. Unter dem Begriff „Mitarbeiterbeteiligung“ werden alle Arten einer Verknüpfung von Interessen der Mitarbeiter (einschließlich der Managementebene) mit den Interessen des Unternehmens zusammengefasst.

Für eine börsennotierte Aktiengesellschaft ist die direkte Kapitalbeteiligung der Mitarbeiter durch Ausgabe von sogenannten Belegschaftsaktien eine gängige Form der Beteiligung. Das Unternehmen kann dem Arbeitnehmer dabei aus dem Bestand eigener Aktien ein Kaufangebot zu Vorteilsbedingungen machen.

Ein weiteres interessantes und übliches Modell der Mitarbeiterbeteiligung am Kapital von börsennotierten Aktiengesellschaften sind Aktienoptionen (Stock-Options). Mitarbeiter erhalten durch Optionen die Möglichkeit, Aktien des Unternehmens zu im Voraus bestimmten Konditionen zu einem späteren Zeitpunkt (Ausübungszeitpunkt) zu erwerben. Die Ausübung ist in der Regel erst nach Ablauf einer Sperrfrist und dem Erreichen festgelegter Erfolgsziele möglich. Übt der Mitarbeiter die Option aus, hat er die Möglichkeit, einen Gewinn zu erzielen, soweit der Aktienpreis zwischen dem Zeitpunkt der Optionseinräumung und dem Ausübungszeitpunkt gestiegen ist. Die Einführung von Aktienoptionen muss von der Hauptversammlung beschlossen werden.

Durch Aktienoptionen können Mitarbeiter in doppelter Hinsicht motiviert werden: zum einen, um die vorausgesetzten Erfolgsziele zu erreichen, zum anderen, um den Wert der Unternehmensaktie zu steigern. Hinzu kommen eine gesteigerte persönliche Verbundenheit und Identifikation mit einem Unternehmen, an dem der Mitarbeiter selbst beteiligt ist und an das er sich langfristig bindet. Daneben soll, insbesondere bei Führungskräften, der Interessenkonflikt zwischen Aktionären und Management gemildert werden. Durch eine im internationalen Vergleich attraktive Entlohnung können zudem Fachleute und Top-Manager besser angeworben und an das wettbewerbsfähigere Unternehmen gebunden werden. Ein weiteres Argument für die Mitarbeiterbeteiligung ist die Zuführung neuen Kapitals, was vor allem für junge Unternehmen eine Rolle spielt.

Anstelle von real existierenden Aktienoptionen, also von Wertpapieren, die den Erwerb von Unternehmensaktien zu einem bereits festgelegten Preis ermöglichen, kann das Unternehmen auch mittels sogenannter Phantomaktien („phantom stocks“) reale Aktienoptionen nachbilden. Den Mitarbeitern werden dabei fiktive Aktien zugeteilt, die zwar keine Aktionärsrechte begründen, aber dazu berechtigen, wirtschaftlich an den jährlichen Dividendenzahlungen der echten Aktien teilzunehmen. Möchte der Mitarbeiter seine Phantom Stocks verkaufen, bezahlt das Unternehmen den aktuellen Aktienkurs abzüglich des Bezugspreises in Geld. Der Nachteil dieser virtuellen Beteiligung ist, dass dies zu einer Liquiditätsbelastung beim Unternehmen führt.

Neben der genannten Ausgabe von Aktien gibt es weitere Möglichkeiten der Mitarbeiterbeteiligung, beispielsweise durch Bonuszahlungen, Mitarbeiterdarlehen, Genussrechte oder Wandel-schuldverschreibungen.

3.5 | PLATZIERUNGSSTRATEGIE

Eine der am häufigsten gestellten Fragen im Rahmen der IPO-Vorbereitung – und das gilt nicht nur für Familienunternehmen – ist die Frage: „Was ist ein gutes Verhältnis zwischen der Aufnahme neuer Mittel durch die Gesellschaft und der Abgabe der Anteile durch Altgesellschafter?“ Die dürftige Antwort: „Es kommt darauf an.“ Ein „gutes“ oder „gesundes“ Verhältnis zwischen „primary“ und „secondary“ Tranchen im Rahmen des IPO per se gibt es nicht. Dies ist eine der Fragen, die nur aus der individuellen Equity Story heraus beantwortet werden kann. Beim Börsengang des Familienunternehmens Knorr-Bremse AG im Oktober 2018 in Deutschland bestand das öffentliche Angebot zu 100 Prozent aus der Abgabe von bestehenden Aktien der Eigentümer der Gesellschaft Heinz Hermann Thiele und Familie. Trotz eines schwierigen Marktumfeldes war der Börsengang sehr erfolgreich.

Auf der anderen Seite gibt es insbesondere bei kleineren Unternehmen, deren Equity Story sich erst über den Kapitalzufluss aus dem IPO entfalten soll, reine Kapitalerhöhungen ohne Sekundärplatzierung, teilweise sogar unter der Beteiligung der Altaktionäre, die dadurch ihr Vertrauen in die zukünftige Entwicklung für den Kapitalmarkt dokumentieren.

Die Kapitalerhöhung bedarf der Beschlussfassung der Hauptversammlung mit einer Mehrheit von mindestens drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals. Die aus der Kapitalerhöhung entstehenden Aktien sollen bei neuen Investoren platziert werden. Deshalb ist das Bezugsrecht der Aktionäre auszuschließen. Da die Entscheidung über den Börsengang in aller Regel von sämtlichen Altgesellschaftern getragen wird, verzichten diese regelmäßig auf ihr Bezugsrecht.

Ist eine grundsätzliche Angebotsstruktur einmal festgelegt, stehen zum Nachjustieren und zum Reagieren auf Investorenwünsche weitere Instrumente wie zum Beispiel Greenshoe- oder Lock-up-Vereinbarungen zur Verfügung. Bei der Greenshoe-Option räumen die Gesellschaft oder ein bzw. mehrere Altaktionäre der Emissionsbank das Recht ein, eine bestimmte Menge weiterer Aktien zum Ausgabepreis zu erwerben und am Markt zu platzieren. Diese Greenshoe-Option darf 15 Prozent des ursprünglichen Angebots nicht überschreiten. Die Platzierung der zur Verfügung stehenden Aktien bei den Anlegern erfolgt in der Regel durch ein öffentliches Angebot der Emissionsbanken an die potenziellen Anleger. Der Preis einer Aktie berechnet sich nach den abgegebenen Angeboten potenzieller Anleger innerhalb eines festgelegten Preis- und Zeitrahmens (Bookbuilding). Einen weiteren Parameter der Platzierungsstrategie stellen die sogenannten Lock-up- und Marktschutzvereinbarungen dar. Hierbei verpflichten sich Altaktionäre und Gesellschaft (sofern das Management Aktien hält, meist auch dieses) gegenüber der Emissionsbank, bestimmte Maßnahmen zu unterlassen, die den Preis der Aktie beeinflussen könnten. Die Altaktionäre dürfen im Rahmen eines Veräußerungsverbots innerhalb eines bestimmten Zeitraums nach dem IPO keine Aktien der Gesellschaft verkaufen oder einer Ausgabe neuer Aktien oder in Aktien wandelbarer Wertpapiere durch die Gesellschaft zustimmen (Lock-up). Der Zeitraum umfasst regelmäßig sechs bis zwölf Monate. In gleicher Weise verpflichtet sich die Gesellschaft, aus Gründen des Marktschutzes keine neuen Aktien oder in Aktien wandelbare Wertpapiere zu begeben oder eine solche Ausgabe der Hauptversammlung vorzuschlagen. Die Vereinbarungen werden im Prospekt dargestellt, um das Vertrauen potenzieller Anleger in eine stabile Preisentwicklung zu stärken. Besondere Klauseln können jedoch vorsehen, dass die untersagte Maßnahme mit Zustimmung der Emissionsbank dennoch durchgeführt werden kann.

4 | DER ABLAUF DES IPO: „GUT GEMANAGT, IST HALB GEWONNEN.“

Der IPO-Prozess an sich ist ein sehr komplexer und technischer Vorgang, in dem die zahlreichen beteiligten Parteien in koordinierter Weise ihre Projektaufgaben abarbeiten. Die Projektleitung liegt in der Regel bei den federführenden Banken und umfasst einen Zeitraum von zirka neun bis zehn Monaten (siehe Abb. 4).

4.1 | IPO-ZEITPLAN

Der Ablauf eines IPO lässt sich in bestimmte Phasen aufteilen, die anhand der folgenden Darstellungen veranschaulicht werden sollen.

a) Technischer Zeitplan

Der technische Zeitplan eines Börsengangs hängt von der Ausgangssituation des Unternehmens, den Zielsetzungen der Familie und auch dem Kapitalmarktumfeld ab. Ausgangspunkt der Prüfungsphase ist natürlich die grundsätzliche Entscheidung der Eigentümerfamilie, ob ein Börsengang stattfinden soll. Die Entscheidungsfindung innerhalb der Familie kann im Vorfeld des eigentlichen Vorbereitungsprozesses einen nicht unbeachtlichen Zeitraum in Anspruch nehmen. Wenn die Entscheidung für einen Börsengang gefallen ist, sollte diese dann aber zielstrebig umgesetzt werden. Ein weiterer Arbeitsbereich in der Prüfungsphase ist die Erstellung des Emissionskonzeptes.

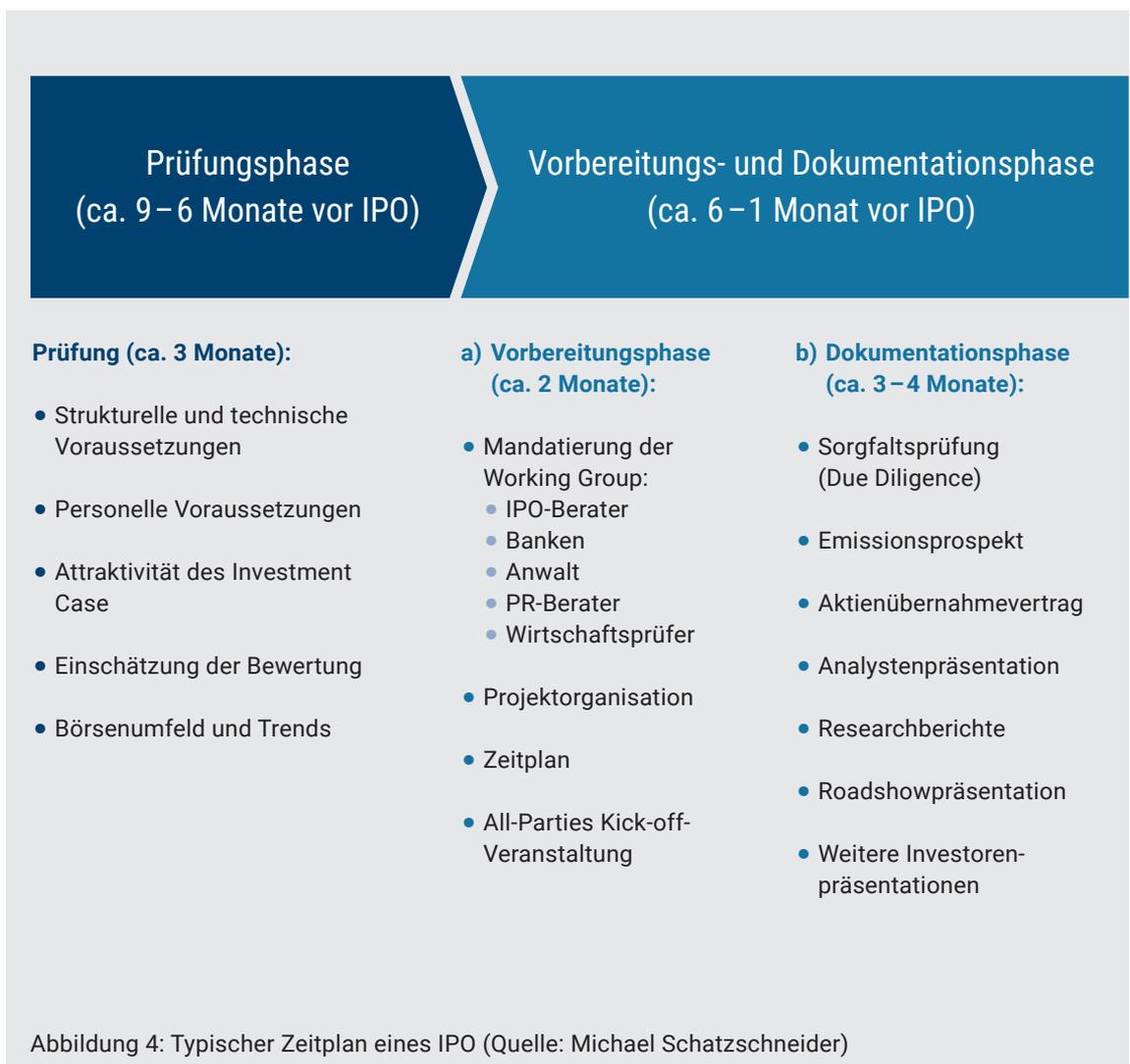


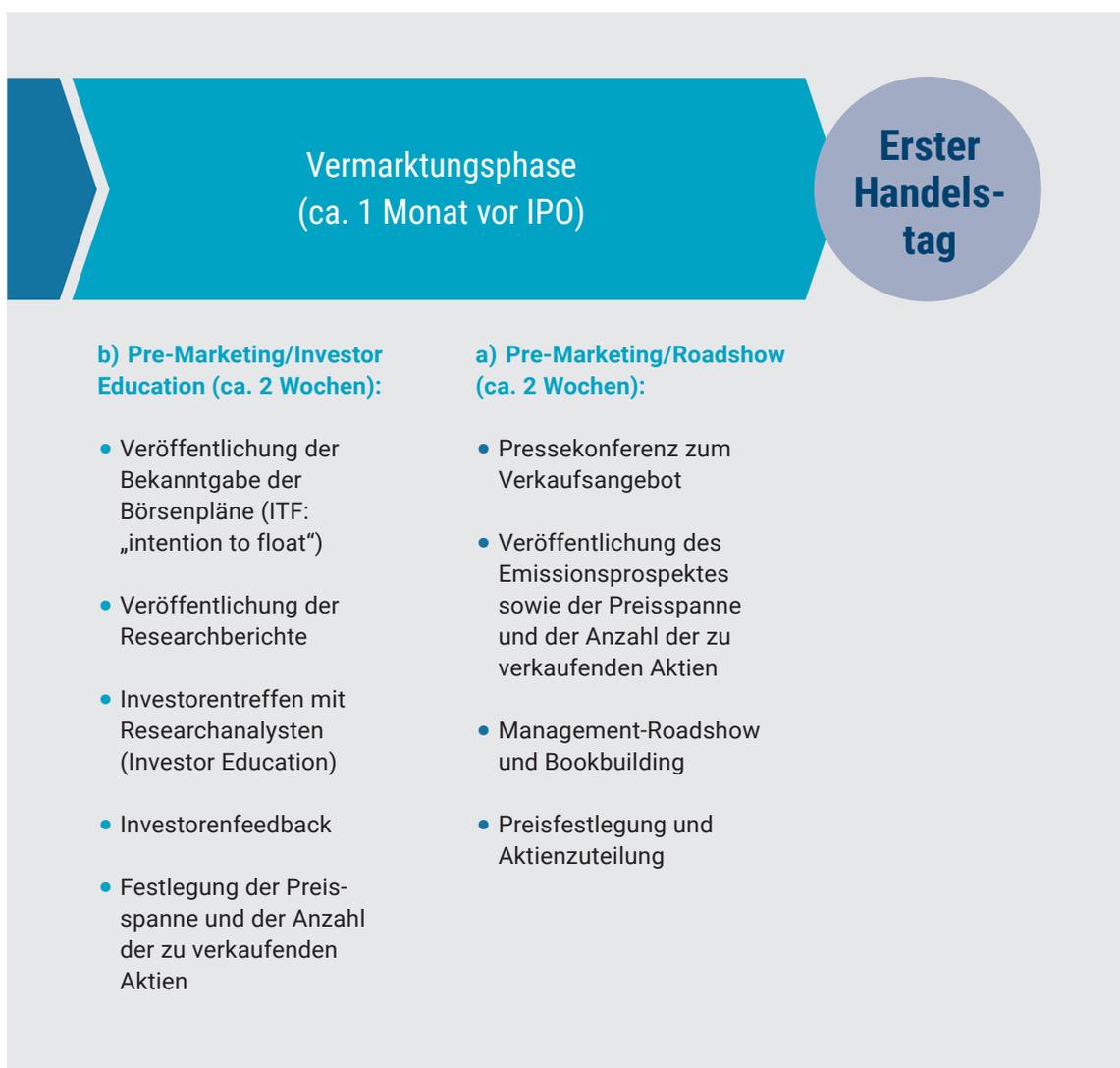
Abbildung 4: Typischer Zeitplan eines IPO (Quelle: Michael Schatzschneider)

Für die eigentliche Vorbereitungsphase des IPO sind im Regelfall etwa sechs bis sieben Monate zu kalkulieren, wobei dieser Zeitraum abhängig von der Börsenreife des Unternehmens und des Geschäftsmodells kürzer, aber auch erheblich länger sein kann. Der IPO-Prozess lässt sich danach in drei Phasen einteilen, die in der nachfolgenden Abbildung anhand eines indikativen Zeit- und Aktionsplans illustriert werden (Abb. 4).

In der anschließenden Vorbereitungs- und Dokumentationsphase erfolgt die eigentliche, technische Vorbereitung des Börsengangs. Nach der Mandatierung der begleitenden Banken und der weiteren Berater sowie dem Aufsetzen der Projektorganisation werden in der Dokumentationsphase nach der Durchführung der Due Diligence alle

relevanten Dokumente, insbesondere der Wertpapierprospekt, erstellt. Hieran schließt sich die Vermarktungsphase an, in der die Börsenpläne erstmals öffentlich gemacht werden und nach der Billigung des Wertpapierprospektes die Roadshow des Managements und damit die Vermarktung der Aktien beginnt.

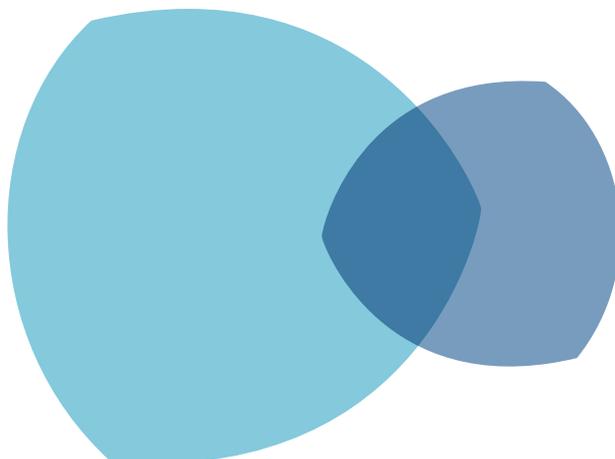
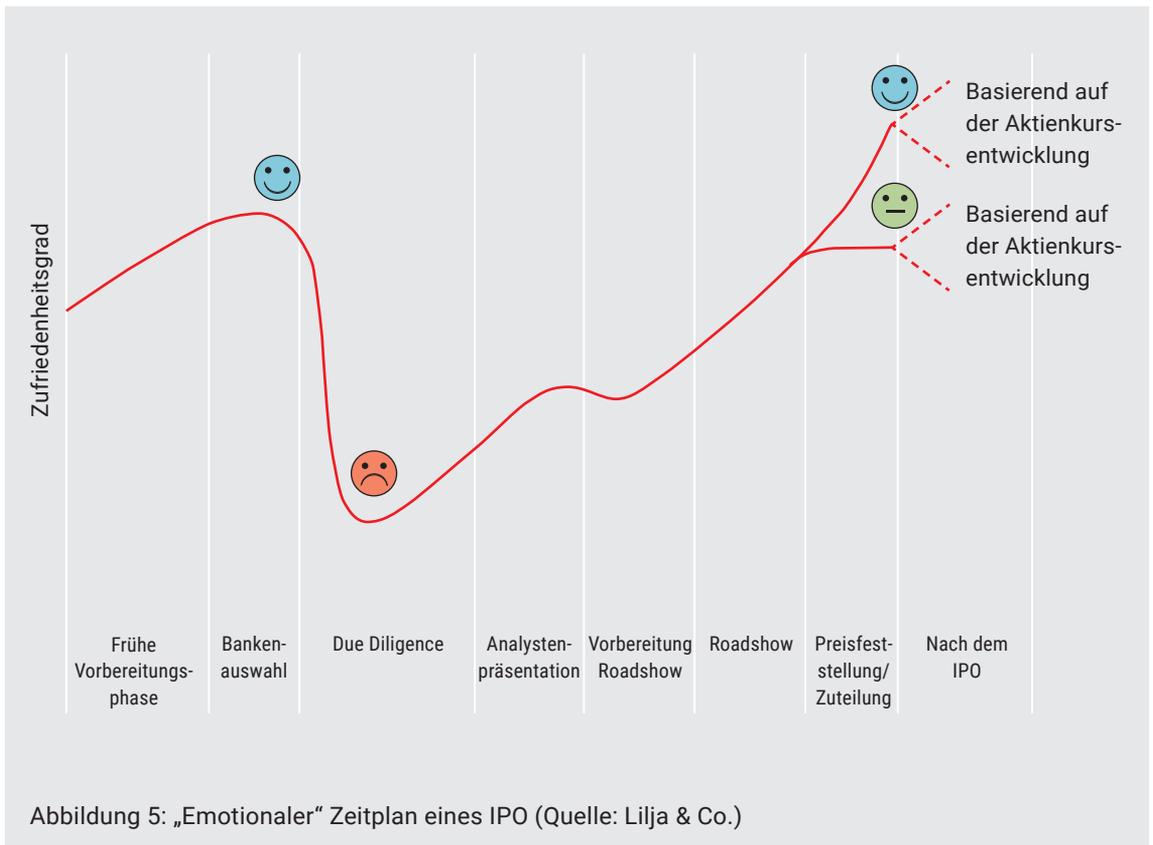
Es ist empfehlenswert, die Verantwortung für das Management und die Steuerung des IPO-Prozesses an einen erfahrenen unabhängigen Emissionsberater zu übertragen. Dies führt zu effizienten Abläufen und verbessert in der Regel auch die Chancen, dass der Börsengang insgesamt erfolgreich verläuft. Da der Börsengang ein einmaliger Vorgang ist, ist es für das Unternehmen nicht sinnvoll, hierfür eigenes Know-how aufzubauen.



b) Emotionaler Zeitplan

Neben dem technischen Zeitplan gibt es aber auch einen emotionalen Zeitplan zu beachten. Daher ist es besonders ratsam, das Unterneh-

mensmanagement und die Anteilseigner auch auf das zu erwartende „Auf und Ab der Gefühle“ vorzubereiten. Das Beratungshaus Lilja & Co. hat diesen emotionalen IPO-Zeitplan kartografiert (siehe hierzu Abb. 5).



4.2 | WORKING GROUP UND BERATER

Die Auswahl der Working Group (eine Projektgruppe aus Banken, Anwälten, Wirtschaftsprüfern und Beratern) ist von elementarer Wichtigkeit. Gerade bei familiengeführten Unternehmen gibt es oft unterschiedliche Interessenlagen und etablierte Beraterpositionen, wie zum Beispiel die des langjährigen Steuerberaters oder die Anwaltskanzlei(en) der Familie(n). Insbesondere bei der Auswahl der projektleitenden Bank und der Anwaltskanzlei ist daher neben dem präsentierten Track Record der Firma die Qualifikation und Erfahrung des designierten Projektteams zu hinterfragen.

a) Auswahl der Bank bzw. eines Bankenkonsortiums

Bei einem IPO kommen der führenden begleitenden Bank die Aufgaben Projektleitung, Vermarktung und Platzierung zu und damit eine herausragende Bedeutung für den Erfolg des gesamten IPO-Prozesses. Aber: Am Anfang steht der Pitch, in dem sich jede Bank von ihrer besten Seite zeigt

und eine möglicherweise zu optimistische Unternehmensbewertung in Aussicht stellt. Für das Management und die Gesellschafter ist es daher einerseits ratsam, mit vielen Bankenteams zu sprechen und dadurch selbst ein Verständnis für Bewertungsparameter und Marktgegebenheiten zu entwickeln. Zum anderen ist es aber auch wichtig zu verstehen, dass die begleitende Bank kein homogenes Gebilde ist, sondern das Unternehmen im Verlauf des IPO-Prozesses von unterschiedlichen Bankabteilungen begleitet wird, wie im nachfolgenden Schaubild (Abb. 6) dargestellt. Dieser Wechsel von Zuständigkeiten im Verlauf des Prozesses erklärt auch die Schwankungen im zuvor dargestellten „emotionalen“ Zeitplan.

b) Einbindung von Beratern

Neben der begleitenden Bank müssen IPO-erfahrene Rechtsberater, Wirtschaftsprüfer und Investor-Relations-Berater in den Prozess eingebunden werden. Allein die Vorbereitung des Wertpapierprospekts dauert in der Regel drei bis vier Monate und bindet nicht unerhebliche Ressourcen beim künftigen Emittenten.

Funktion	Rolle	Primärer Kunde
Eigenkapitalfinanzierungsteam der Bank	IPO-Projekt: Leitung und Durchführung	Unternehmen
Analyst	Modellierung/Bewertung/Anlageurteil	Institutionelle Anleger und das Unternehmen
Sales-Team	Monitoring/Information der Anleger/Sales Coverage	Institutionelle Anleger

Abbildung 6: Ansprechpartner bei den Konsortialbanken (Quelle: Michael Schatzschneider)

4.3 | ZUGÄNGE ZUM KAPITALMARKT

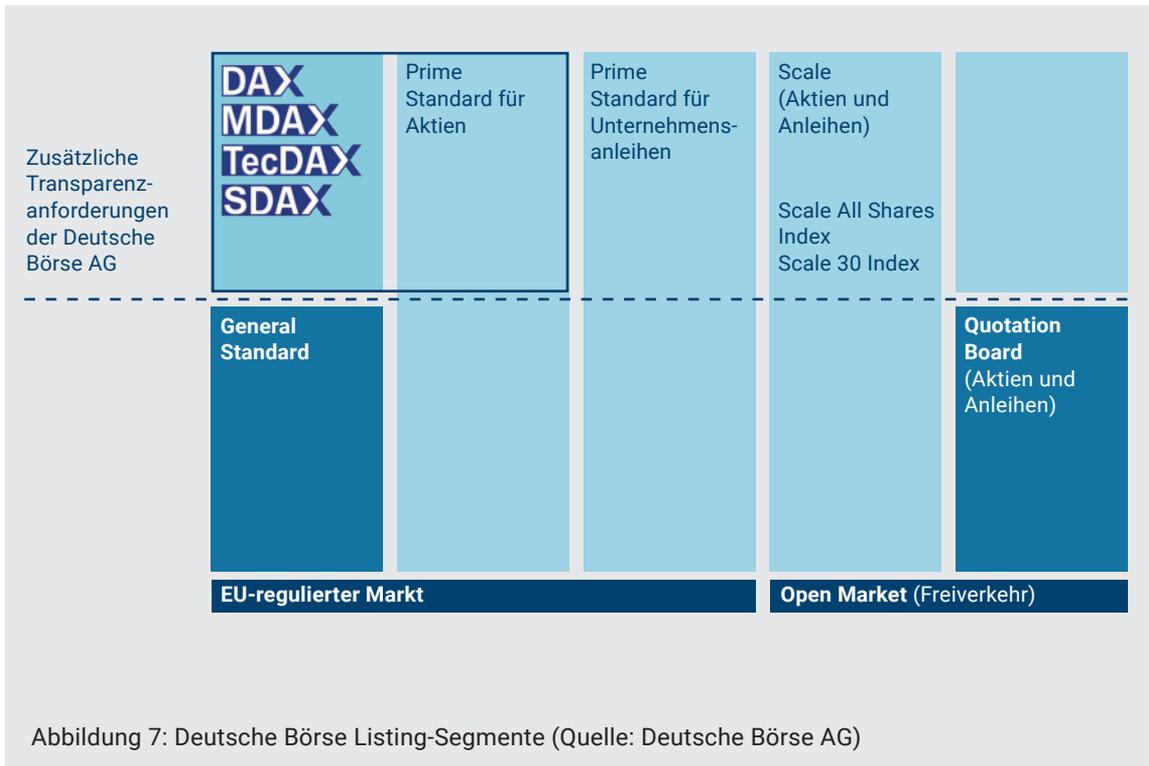
a) Märkte

In Europa stehen Unternehmen zwei Wege an den Kapitalmarkt zur Verfügung. Es handelt sich dabei zum einen um Märkte, die von der EU reguliert werden (EU-regulierter Markt), und zum anderen um Märkte, die von den Börsen selbst reguliert werden (Open Market/Freiverkehr). In Abhängigkeit von den Zielen, die das Unternehmen mit der Börsennotierung anstrebt, den Investoren, die das Unternehmen vorrangig adressieren möchte, sowie

dem Maß an Transparenz, welches das Unternehmen gewährleisten will, können Unternehmen im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) zwischen dem General Standard und Prime Standard wählen. Unternehmen, die ein Listing im Open Market anstreben, stehen die Segmente „Scale“ und „Quotation Board“ offen.

b) Listing-Segmente

In der folgenden Abbildung sind die angesprochenen Listing-Segmente der Deutschen Börse dargestellt.



Emittenten im General Standard erfüllen die hohen Transparenzanforderungen des Regulierten Marktes. Der General Standard ist damit primär für mittlere und große Unternehmen, die nationale Investoren ansprechen und sich für ein kostengünstiges Listing entscheiden, geeignet. Die wesentlichen Zulassungsvoraussetzungen im Regulierten Markt stellen sich wie folgt dar:

- ein gültiger und gebilligter Wertpapierprospekt,
- eine Berichtshistorie von mindestens drei Jahren,
- Konzernabschluss nach IFRS oder einem von der EU als gleichwertig anerkannten Rechnungslegungsstandard,
- eine Marktkapitalisierung von mindestens 1,25 Millionen Euro zum Zeitpunkt der Einbeziehung,
- mindestens 25 Prozent Streubesitz innerhalb der Mitgliedsstaaten der EU oder des EWR
- sowie mindestens 10 000 Aktien.

Zu den Folgepflichten des EU-regulierten Marktes gehört die Übermittlung von u. a.:

- Jahresabschluss, Halbjahresabschluss, Zwischenlagebericht,
- Ad-hoc-Mitteilungen¹⁰,
- Insiderverzeichnisse¹¹ und
- Directors' Dealings¹².

Die im Prime Standard geltenden Folgepflichten gehen über die des General Standard hinaus und müssen neben diesen erfüllt werden. Der Prime Standard stellt damit an der FWB und sogar europaweit das Segment mit den höchsten Anforderungen dar. Die weiteren Zulassungsfolgepflichten des Prime Standard zeichnen sich nicht nur durch das höhere Maß der Transparenzanforderungen aus (Unternehmen muss quartalsweise zu seiner Finanzsituation berichten), sondern vor allem durch die Vorgabe, diese grundsätzlich auch in englischer Sprache zu erfüllen. Der Prime Standard ist damit die richtige Wahl für Emittenten, die sich insbesondere einem internationalen Investorenpublikum präsentieren möchten. Ferner ist auch

die Aufnahme in die Auswahlindizes DAX, MDAX, TecDAX sowie SDAX Emittenten mit Zulassung zum Prime Standard vorbehalten.

Scale erleichtert mit seinen auf KMU zugeschnittenen Einbeziehungsvoraussetzungen die Kapitalbeschaffung und öffnet den Weg zu nationalen und internationalen Investoren. Zu den wesentlichen Einbeziehungsvoraussetzungen zählen:

- ein Einbeziehungsdokument oder (bei öffentlichem Angebot) ein gültiger und gebilligter Wertpapierprospekt,
- der Vertrag mit einem betreuenden Deutsche Börse Capital Market Partner,
- eine Unternehmenshistorie von mindestens zwei Jahren,
- eine voraussichtliche Mindestmarktkapitalisierung von 30 Millionen Euro zum Zeitpunkt der Einbeziehung in den Handel,
- mindestens 20 Prozent Streubesitz oder mindestens 1 Million Aktien im Streubesitz und
- ein initialer Research Report¹³, der von der Deutschen Börse AG akzeptiert wird.

Weiterhin müssen mindestens drei der folgenden fünf KPI erfüllt sein:

- Umsatz von mindestens 10 Millionen Euro,
- positiver Jahresüberschuss,
- positives bilanzielles Eigenkapital,
- Mitarbeiterzahl des Emittenten von mindestens 20 Personen und
- ein kumuliertes, eingesammeltes Eigenkapital von mindestens fünf Millionen Euro.

Ein Zugang zum Quotation Board ist möglich für Wertpapiere, die weder zum Regulierten Markt der FWB zugelassen noch zum Handel in den Regulierten Markt der FWB einbezogen sind. Neben Anleihen und Fonds werden im Quotation Board nur noch Aktien von Unternehmen einbezogen, die bereits an einem anderen in- oder ausländischen und von der Deutsche Börse AG anerkannten börsenmäßigen Handelsplatz zugelassen sind.

¹⁰ Siehe dazu auch die Erläuterungen auf Seite 38.

¹¹ Siehe dazu auch die Erläuterungen auf Seite 39.

¹² Siehe dazu auch die Erläuterungen auf Seite 39.

¹³ Siehe dazu auch die Erläuterungen auf Seite 35.

4.4 | RECHTSSICHERE DOKUMENTATION

Wer in Deutschland ein Wertpapier an einem EU-regulierten Markt öffentlich anbieten möchte, benötigt einen von der zuständigen Aufsichtsbehörde in Deutschland, der BaFin, gebilligten und ordnungsgemäß veröffentlichten Wertpapierprospekt. Neben größenabhängigen Ausnahmen (Mindeststückelung der Wertpapiere über 100 000 Euro oder Emissionsvolumen unter acht Millionen Euro), ist eine Platzierung an einen privaten Investorenkreis, welcher sich durch ausschließlich qualifizierte Anleger (institutionelle Investoren wie Banken, Fonds und Versicherungen) oder weniger als 150 nicht-qualifizierte Anleger auszeichnet, von der Prospektspflicht ausgenommen. Bei dieser sogenannten „Privatplatzierung“ ist lediglich ein deutlich weniger umfangreiches Exposé von geringerem rechtlichem Anspruch üblich, aber rechtlich nicht vorgeschrieben.

a) Wertpapierprospekt

Der Emittent von Wertpapieren und die begleitenden Banken haften für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Wertpapierprospekts und dafür, dass dieser nicht irreführend ist. Deshalb ist der Wertpapierprospekt mit besonders hoher Sorgfalt zu erstellen. In aller Regel schreiben darauf spezialisierte und mit Börsengängen sehr erfahrene Rechtsanwälte unter Beteiligung des Emittenten, der Banken und deren eigener juristischer Berater den Wertpapierprospekt. Der Wertpapierprospekt muss für den durchschnittlichen Anleger leicht analysierbar sowie verständlich sein und zeichnet sich folglich durch einen möglichst präzisen und sachlich nüchternen Sprachstil aus.

Bei der Erstellung des Wertpapierprospekts wird ein Zielkonflikt des Emittenten deutlich. Einerseits ist dieser bestrebt, sein Unternehmen unter Vermarktungsgesichtspunkten möglichst positiv und optimistisch darzustellen. Dem gegenüber steht das gesetzliche Prospekthaftungsrisiko für unvoll-

ständige oder falsche Angaben, welches eine realistische und eher zurückhaltende Darstellung erfordert, um möglichst alle potenziellen Risiken zur Sprache zu bringen. Zusammenfassend sollte der Wertpapierprospekt daher primär als Enthaltungsdokument und nur in zweiter Linie als Marketinginstrument betrachtet werden.

Die inhaltlichen Anforderungen richten sich nach der Art des Wertpapiers (Aktie oder Anleihe) und sind durch die europäische Prospektverordnung¹⁴ und die darin enthaltenen Anhänge gesetzlich präzise geregelt. Folgende wesentliche Inhalte sind im Wertpapierprospekt für Aktien vorgeschrieben:

- Ein hoher Stellenwert kommt den geschäftsspezifischen Risikofaktoren zu. Sie sind als eine Art „Beipackzettel“ für den Investor zu verstehen. Er kann die geschäftsspezifischen Risiken damit im Wertpapierprospekt erkennen, bewerten und in seine Investmententscheidung einbeziehen. Der Emittent erreicht durch das Offenlegen der spezifischen Risiken im Prospekt, dass er bei deren Eintritt nicht nach Prospekthaftungsgrundsätzen haftet. Aus diesem Grund sind alle plausiblen Risiken für die Geschäftstätigkeit, die Branche und Industrie sowie für das Wertpapierangebot aufzulisten. Lange Kataloge von Risikohinweisen sind in der Praxis daher nicht unüblich.
- Allgemein ist das Unternehmen ausführlich in seiner Geschäftstätigkeit, seinen Strategien und Stärken zu beschreiben. Hierin liegt auch die Möglichkeit, das Unternehmen, das Geschäftsmodell und die Zukunftschancen einem Investorenkreis und damit einer breiteren Öffentlichkeit vorzustellen. Es gilt dabei zu beachten, dass die Sprache des Wertpapierprospekts aus Haftungsgründen nicht werblich sein darf. Es bedarf außerdem der Darstellung der Geschäftsstruktur des Unternehmens mit Nennung der wesentlichen Tochterunternehmen sowie der Beschreibung der Veränderung der Aktionärsstruktur nach dem IPO. Die Geschäfte, Rechtsbeziehungen und Verträge mit nahestehenden Personen müssen ebenso offengelegt werden. Das

¹⁴ Verordnung (EU) 2017/1129, ABI. Nr. L 168, Seite 12. Die unmittelbar geltende Prospektverordnung, die zum 21. Juli 2019 in Kraft getreten ist, ersetzt die bisher geltende Prospekttrichtlinie 2003/71/EG sowie die Prospektverordnung 2004/809/EG sowie die darauf aufbauenden nationalen Regelungen (vor allem im WpPG).

Wertpapierangebot und der IPO selbst müssen durch Erläuterung ihrer Eigenschaften und rechtlichen Bedingungen dargestellt werden.

- Auch die historischen Finanzinformationen in Form der Jahresabschlüsse der letzten drei Geschäftsjahre sind aufzunehmen. Konzernabschlüsse sind aufzunehmen, müssen aber durch den Einzelabschluss der emittierenden Unternehmenseinheit nach HGB aus dem Vorgeschäftsjahr ergänzt werden. Vorgeschrieben ist außerdem die Bestätigung der Abschlüsse durch einen unabhängigen Wirtschaftsprüfer. Unter bestimmten Umständen sind Quartals- oder Halbjahresberichte als Zwischenfinanzinformationen hinzuzufügen. Im Falle von Transaktionen (z. B. Unternehmenserwerben), die zu deutlichen Veränderungen im Vergleich zu den historischen Finanzinformationen (z. B. Umsatzsteigerung um mehr als 25 Prozent) führen, muss über diese in unabhängig geprüfter Form als sogenannte Pro-forma-Finanzinformationen im Wertpapierprospekt berichtet werden. Darüber hinaus muss auf wichtige Zahlen und finanzielle Veränderungen in den letzten drei Geschäftsjahren Bezug genommen werden, indem diese erläutert, analysiert und diskutiert werden. Auch Bewertungs- und Bilanzierungsgrundsätze sind im Wertpapierprospekt offenzulegen. Außerdem muss die Kapitalbildung und Verschuldung explizit thematisiert werden, indem liquide Mittel, lang- und kurzfristige Verbindlichkeiten sowie das Eigenkapital in einer Kapitalisierungstabelle dargestellt werden.

b) Billigung durch die BaFin

Nach der mehrwöchigen Erstellungsphase wird der Wertpapierprospekt elektronisch erstmalig bei der BaFin zur Billigung eingereicht. Das gesamte Billigungsverfahren nimmt etwa sechs bis acht Wochen in Anspruch und erfolgt nach einem zuvor mit der BaFin abgestimmten Zeitplan. Die BaFin prüft den Wertpapierprospekt auf Vollständigkeit, Verständlichkeit und Kohärenz (Konsistenz und

innere Widerspruchsfreiheit). Sie untersucht den Wertpapierprospekt jedoch nicht inhaltlich, das heißt sie prüft weder die Bonität des Emittenten noch die Richtigkeit der Prospektangaben. Etwa zehn bis vierzehn Tage nach der ersten Einreichung erhält der Emittent ein Anhörungsschreiben der BaFin mit Anmerkungen. Nach Überarbeitung des Wertpapierprospekts erfolgt eine erneute Einreichung. Dieser Prozess wiederholt sich im Schnitt drei- bis viermal und endet mit der Billigung des Wertpapierprospekts durch die BaFin, so dass dieser anschließend vom Emittenten verwendet werden kann, um seine Aktien am Kapitalmarkt anzubieten.

c) Übernahmevertrag

Der Übernahmevertrag stellt das zweite wichtige rechtlich relevante Dokument neben dem Wertpapierprospekt dar. Er regelt die Rechte und Pflichten zwischen dem Emittenten, dem Bankenkonsortium und ggf. den Altaktionären. Für einen fehlerhaften oder unvollständigen Wertpapierprospekt haften im Außenverhältnis gegenüber Investoren sowohl der Emittent als auch das Bankenkonsortium. Durch den Übernahmevertrag wird die Bank im Innenverhältnis zwischen Emittent und Bank von der Prospekthaftung freigestellt. Eine Ausnahme gilt nur bei vorsätzlichem oder grob fahrlässigem Handeln. Die Banken verlangen umfassende Gewährleistungen zur tatsächlichen und rechtlichen Situation des Unternehmens und IPO-relevanten Informationen.

Das Konsortium verpflichtet sich im Übernahmevertrag, die im Wege einer Kapitalerhöhung geschaffenen neuen Aktien sowie bestehende Aktien der veräußernden Altaktionäre zu übernehmen, um sie den Investoren zum Kauf anzubieten.

d) Legal Due Diligence

Ein weiteres Instrument zur Absicherung gegen potenzielle rechtliche (Haftungs-)Risiken bildet die Legal Due Diligence. Auch ohne gesetzlich vorgeschrieben zu sein, hat sie sich bei der Durchführung von IPOs etabliert, da sie die Früherkennung von rechtlichen Problemen und eine effektive Haftungsrisikoprävention ermöglicht. Damit schafft sie die Grundlage für die Erstellung des Wertpapierprospekts. Die Legal Due Diligence untersucht im betreffenden Unternehmen unter anderem die gesellschaftsrechtliche Unbedenklichkeit, wesentliche Verträge, Geschäfte mit nahestehenden Personen, die rechtlichen Rahmenbedingungen des Unternehmens, die arbeitsrechtliche Dokumentation, bestehende größere Rechtsstreitigkeiten und gewerbliche Schutzrechte. Die Ergebnisse und Befunde der prüfenden Rechtsberater werden im Prospekt beachtet oder fließen unmittelbar mit ein.

e) Comfort Letter

Ein weiterer sensibler, da haftungsrelevanter, Baustein ist der Comfort Letter des Wirtschaftsprüfers. Dieser dient gegenüber dem Unternehmen und den Banken als Nachweis, dass die im Wertpapierprospekt verwendeten Finanzaufstellungen des Unternehmens, einschließlich der Jahresabschlüsse, mit der erforderlichen Sorgfalt erstellt wurden. Da der Begriff „erforderliche Sorgfalt“ Ermessensspielräume zulässt, sollten der Umfang des Comfort Letter, die vorzunehmenden Prüfungshandlungen sowie der Haftungsumfang der Wirtschaftsprüfer frühestmöglich adressiert und vereinbart werden. In der Praxis wird dies oft erst in der letzten Phase des Projektes angegangen und führt dann regelmäßig zu unnötigen und langwierigen Diskussionen und Verhandlungen über die Höhe der Haftungssumme bzw. den Umfang der abzugebenden Versicherung.

4.5 | MARKETING UND PLATZIERUNG

Die IPO-Vermarktung und Platzierung findet in den letzten sechs bis acht Wochen vor dem geplanten ersten Handelstag statt und ist eine sehr intensive Zeit für den CFO und den CEO der Gesellschaft. Zum einen müssen die Bankanalysten auf die durch sie durchzuführende Investorenansprache, die „Pre-deal Investor Education“ (PDIE), vorbereitet werden, die der Findung der Preisspanne für den IPO dient. Zum anderen muss sich das Management selbst auf die Management Roadshow zu Investoren begeben, um für das Investment in ihre Gesellschaft zu werben.

a) Analystenpräsentation

In den letzten beiden Monaten des IPO-Projektes findet das erste wichtige Vermarktungsereignis statt, das den Grundstein für die Platzierung legt: die umfangreiche Präsentation vor den Analysten des gesamten Bankenkonsortiums. In dieser Präsentation stellt das Management die Equity Story und das Unternehmen im Detail dar und geht auf die Fragen der Analysten ein. Nach der Analystenpräsentation sollen die Analysten des Bankkonsortiums in der Lage sein, eigene Research-Berichte zu erstellen und damit auf eine zirka zweiwöchige Investoren-Reise zu institutionellen Investoren zu gehen, der „Investor Education“.

b) Equity Research

Die Analysten des Bankenkonsortiums schreiben innerhalb von zirka 20 Tagen nach der Analystenpräsentation die ersten Research-Berichte zum Unternehmen, die von institutionellen Investoren als wesentliche Informationsquelle bei ihrer Anlageentscheidung genutzt werden. Im Unterschied zu den laufenden Publikationen durch die begleitenden Analysten sind diese ersten Berichte sehr umfangreich und enthalten zwar keine Anlageempfehlung, dafür aber eine umfangreiche Unternehmensbewertung, die seitens der Investoren im Detail analysiert und geprüft wird.

Nach dem Versenden der IPO-Research-Reports an die Investoren werden die Analystenteams im Rahmen der genannten, bis zu zwei Wochen dauernden PDIE in der Vorvermarktung aktiv. Während dieser Roadshow werden täglich Investoren-Feedbacks ausgewertet und schließlich zur Preisspanne, also der Angebotsspanne, innerhalb derer die Aktien angeboten werden, verdichtet. Neben dem definierten und genau begrenzten Investoren-Adressatenkreis der Research-Berichte versuchen auch Medien und die Analysten der nicht dem Konsortium angehörenden Banken, diese ersten Research-Reports zum Zwecke ihrer eigenen Meinungsbildung und eigener Research-Aktivitäten zu erhalten.

Die Auswirkung dieser ersten Research-Reports ist daher im IPO selbst, aber auch über den Zeitpunkt des Börsengangs hinaus enorm. Es ist empfehlenswert, genügend Zeit für die Lektüre und die Diskussion mit den einzelnen Analysten einzuplanen.

c) Roadshow

Direkt im Anschluss an die Investor Education und unmittelbar nach der Billigung des Wertpapierprospekts und der Bekanntgabe der Preisspanne geht als krönender Abschluss der Vermarktungsphase das Management auf eine etwa zweiwöchige Investoren-Reise, die sogenannte Management-Roadshow. Insbesondere für den CEO und den CFO bedeutet dies eine sehr intensive Reisezeit, die auch von den begleitenden Banken intensiv vorbereitet und begleitet wird. Bei größeren Börsengängen ist es nicht unüblich, dass das Management vor mehreren hundert Investoren in Europa und den USA präsentiert.

d) Bookbuilding und Preisfindung

Die beiden wesentlichen Vermarktungsaktivitäten, namentlich die vor der Transaktion stattfindende PDIE und die Management-Roadshow, resultieren zum Ende des IPO-Prozesses in der Preisfindung für die angebotenen Aktien und in der Zuteilung der Aktien an die jeweiligen Investoren. Während der

PDIE werden von jedem Meeting Feedback-Formulare eingeholt, die für die Bestimmung einer Preisspanne ausgewertet werden, der „Bookbuilding Price Range“. Innerhalb dieser Spanne vermarktet das Management die angebotenen Aktien auf der Management-Roadshow und Investoren bestellen in den einzelnen Preisstufen die jeweils gewünschte Aktienanzahl, die gekauft werden soll. Die Festsetzung der Preisspanne erfolgt dabei im Wertpapierprospekt, der zum Start der Roadshow veröffentlicht wird. Zeitgleich beginnt auch die Zeichnungsphase (klassisches Bookbuilding-Verfahren). Beim „Decoupled Bookbuilding“ wird die Preisspanne erst einige Tage nach Beginn der Roadshow festgesetzt und auch die Zeichnungsphase beginnt zeitversetzt dazu. Alternativ kann im Prospekt auch ein fixer Preis festgesetzt werden (sog. Festpreisverfahren). Dieses findet sich in der Praxis aber eher selten.

e) Platzierung

Die öffentliche Platzierung der Aktien des Unternehmens (siehe Abb. 8) erfolgt in der Regel dadurch, dass neben den durch eine Kapitalerhöhung geschaffenen neuen Aktien des Unternehmens zum Teil auch bestehende Aktien der Altaktionäre an interessierte Investoren platziert, also verkauft, werden. Dies erfolgt in der Regel über die Konsortialbanken. Ergänzend steht dem Emittenten die Zeichnungsfunktionalität DirectPlace der Deut-

schen Börse zur Verfügung, über die sowohl semi-institutionelle als auch Privatinvestoren und Family Offices bereits über ihr Online-Depot an der Platzierung partizipieren können.

In der Regel werden die neuen Aktien zunächst von Emissionsbanken gezeichnet und anschließend am Kapitalmarkt platziert (zweistufiges Verfahren; vgl. § 186 Abs. 5 AktG). Ohne Zwischenschaltung der Bank müsste jeder Investor die Aktien unmittelbar zeichnen, was bei der Vielzahl der Anleger wenig praktikabel wäre. Zudem muss die Kapitalerhöhung, mit der die neuen Aktien entstehen, zum Handelsregister unter Vorlage der entsprechenden Zeichnungsscheine angemeldet werden.

f) Kosten

Die Kosten eines IPO lassen sich grob zwischen vier und neun Prozent des Emissionserlöses beziffern. Der Grund für diese Bandbreite ist, dass die erfolgsbedingten Platzierungskosten je nach Größe der Transaktion schwanken und mit den platzierenden Banken auch individuell ausgehandelt werden. Die wesentlichen, erfolgsunabhängigen Kosten entstehen für die umfangreiche rechtliche und wirtschaftsprüferische Begleitung und Prüfung. Hier kommt es insbesondere auf die Komplexität der Transaktion an, so dass pauschale Angaben schwierig sind.

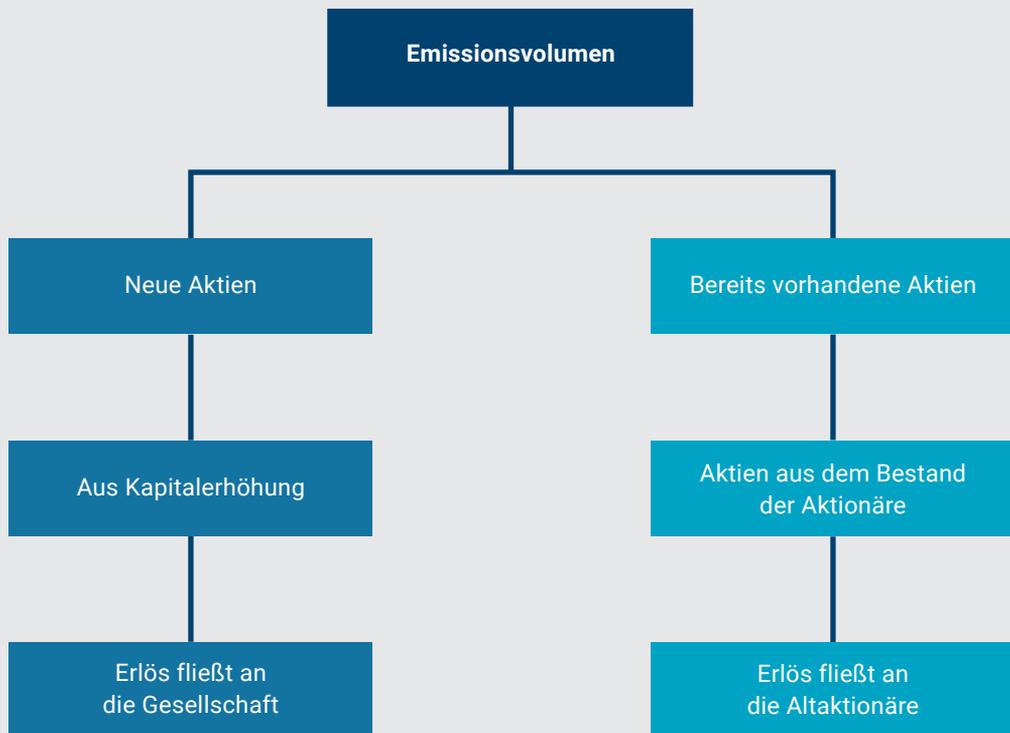


Abbildung 8: Aktienplatzierung (Quelle: CMS Hasche Sigle)

5 | BÖRSENGANG – UND DANN?

Nach dem Börsengang bestehen gesetzliche Anforderungen, beispielsweise an die kapitalmarktrechtliche Compliance, die regelmäßige Finanzberichterstattung, den Kontakt zu Investoren sowie das Abhalten von Hauptversammlungen. Diese kapitalmarktrechtlichen Folgepflichten sind zwar überwiegend technischer Natur, müssen im Unternehmen aber trotzdem zuverlässig aufgesetzt werden.

5.1 | KAPITALMARKT-COMPLIANCE

Die kapitalmarktrechtliche Compliance wird insbesondere durch die Marktmissbrauchsverordnung (MAR; Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014) konkretisiert.

a) Insiderrecht und Ad-hoc-Pflicht

Im Vordergrund steht zunächst das sogenannte Insiderrecht. Nach der MAR ist das Tätigen und Empfehlen von und die Anstiftung zu Insidergeschäften verboten. Ein Insidergeschäft liegt vor, wenn eine Person über Insiderinformationen verfügt und unter Nutzung derselben direkt oder indirekt Finanzinstrumente, auf die sich die Informationen beziehen, erwirbt oder veräußert. Der Begriff der Insiderinformation betrifft öffentlich nicht bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt Emittenten oder Finanzinstrumente betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Beim Insiderhandel geht es um die Ausnutzung von Wissensvorsprüngen, um Kursgewinne zu erzielen. Die MAR sieht bestimmte zulässige Handlungen vor, die nicht als illegale Weitergabe von Insiderinformationen zu werten sind, zum Beispiel, wenn die

Tatsachen nur innerhalb von durch Informationsbarrieren („Chinese Walls“) getrennten Bereichen des Unternehmens bekannt sind.

Hinzu kommt das Verbot der Marktmanipulation, das Handlungen umfasst, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich kursrelevanter Tatsachen aussenden oder durch Täuschung den Kurs eines Finanzinstruments beeinflussen. Darunter fallen insbesondere fiktive Geschäfte, wie beispielsweise sogenannte „Wash Sales“, bei denen ein Marktteilnehmer mit sich selbst Verträge schließt, um den Eindruck eines regen Handels zu erwecken.

Verstöße gegen das Insiderhandels- sowie das Marktmanipulationsverbot können sowohl empfindliche Bußgelder als auch strafrechtliche Sanktionen nach sich ziehen.

Um bestehende Informationsungleichheiten zwischen Emittent und seinen Angehörigen auf der einen sowie den Anlegern auf der anderen Seite zu verringern und Insiderhandel vorzubeugen, schreibt die MAR die unverzügliche Bekanntgabe von Insiderinformationen vor (sog. Ad-hoc-Pflicht). Es sind grundsätzlich alle Insiderinformationen zu veröffentlichen, sofern sie den Emittenten unmittelbar betreffen. Dies ist der Fall, wenn sie in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind. Darunter fallen zum Beispiel selbst veranlasste Kapitalmaßnahmen, Beherrschungsverträge, Kündigung wesentlicher Kredit-, Liefer- oder Abnahmeverträge, die Veräußerung wesentlicher Beteiligungen, Erwerb und Verlust wichtiger Lizenzen, Patente oder behördlicher Erlaubnisse, der Ausgang maßgeblicher Rechtsstreitigkeiten oder Kartellverfahren, Veränderungen in personellen Schlüsselpositionen oder strategische Unternehmensentscheidungen. Darüber hinaus können auch wesentliche Änderungen, Berichtigungen oder Aktualisierungen bereits getätigter Maßnahmen unter die Publizitätspflicht fallen.

Eine vorübergehende Befreiung von der unverzüglichen Veröffentlichungspflicht ist unter drei Voraussetzungen möglich:

1. der Schutz der berechtigten Interessen des Emittenten erfordert den Aufschub,
2. es ist keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten und
3. der Emittent kann die Geheimhaltung der Insiderinformation gewährleisten.

Die Befreiung gewährt lediglich einen Aufschub der Veröffentlichung. Sobald das berechnete Interesse wegfällt, ist diese Veröffentlichung nachzuholen. Um einen später ggf. notwendigen Nachweis des berechtigten Interesses zu führen, empfiehlt sich die schriftliche Dokumentation der Selbstbefreiungsentscheidung, an der ein Vorstandsmitglied beteiligt sein muss.

Die Veröffentlichung erfolgt nach einer Vorabmitteilung an Börse und BaFin regelmäßig durch einen externen Dienstleister, wie die Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität. Zudem muss die Information auf der Internetseite des Emittenten mindestens fünf Jahre sowie im Unternehmensregister veröffentlicht werden. Verstöße gegen die Ad-hoc-Pflicht können sowohl zur Zahlung von Bußgeldern als auch zivilrechtlichen Schadensersatzansprüchen führen.

b) Insiderverzeichnisse

Des Weiteren verpflichtet die MAR Emittenten und für sie handelnde Personen dazu, sogenannte Insiderverzeichnisse zu führen. Diese Liste muss alle Personen umfassen, die im Rahmen ihrer Tätigkeit Zugang zu Insiderinformationen haben und für den Emittenten Aufgaben wahrnehmen, wie Angestellte, Berater, Buchhalter oder Ratingagenturen. Die Insiderliste muss zudem den Grund der Aufnahme in die Liste, das Datum und die Uhrzeit, zu der die Person Zugang zu Insiderinformationen erlangt hat, sowie das Erstellungsdatum enthalten. Die Liste muss bei Änderungen unverzüglich aktualisiert und der zuständigen Behörde auf Verlangen

zur Verfügung gestellt werden. Zu diesem Zweck ist sie elektronisch zu führen und mindestens fünf Jahre aufzubewahren.

c) Directors' Dealings

Unter Directors' Dealings (auch: Managers' Transactions) versteht man Eigengeschäfte von Führungspersonen mit Wertpapieren des Emittenten, damit verbundenen Derivaten oder anderen Finanzinstrumenten. Da Führungskräfte naturgemäß über Insiderinformationen verfügen und ihren Transaktionen deshalb eine Signalwirkung zukommt, sieht die MAR eine Meldepflicht für durchgeführte Eigengeschäfte vor. Meldepflichtig sind nur Führungskräfte mit Entscheidungsbefugnissen, wie Leitungs-, Verwaltungs- und Aufsichtsorgane. Die Meldung erfolgt innerhalb von drei Geschäftstagen ab Vornahme des Geschäfts an den Emittenten und die BaFin. Der Emittent wiederum ist verpflichtet, die Informationen, die ihm gemeldet werden, zu veröffentlichen, dies der BaFin mitzuteilen und die Meldung dem Unternehmensregister zur Speicherung zu übermitteln. Die Offenlegungspflichten bestehen nicht, wenn die Gesamtsumme der Geschäfte einer Person einen Betrag von mittlerweile 20 000 Euro pro Jahr nicht überschreitet. Daneben schreibt die MAR ein Handelsverbot für Führungskräfte für einen Zeitraum von 30 Tagen („closed period“) vor Ankündigung eines Zwischen- (insbesondere Halbjahres-) oder Jahresabschlussberichts vor, zu dem der Emittent gesetzlich verpflichtet ist. Ausnahmen sind nur in engen Grenzen auf Antrag des Emittenten möglich.

Die Unternehmen sind verpflichtet, die Führungskräfte über ihre Pflichten im Zusammenhang mit Directors' Dealings schriftlich zu belehren. Das Unternehmen ist außerdem verpflichtet, eine fortlaufende Liste der Führungskräfte und ihnen nahestehender Personen zu führen. Die Führungskräfte sind ihrerseits verpflichtet, die ihnen nahestehenden Personen schriftlich aufzuklären und eine Kopie des Aufklärungsdokuments aufzubewahren. Die Unternehmen sollten die für die Führung der Liste erforderlichen Informationen daher rechtzeitig bei ihren Führungskräften anfordern.

d) Deutscher Corporate Governance Kodex

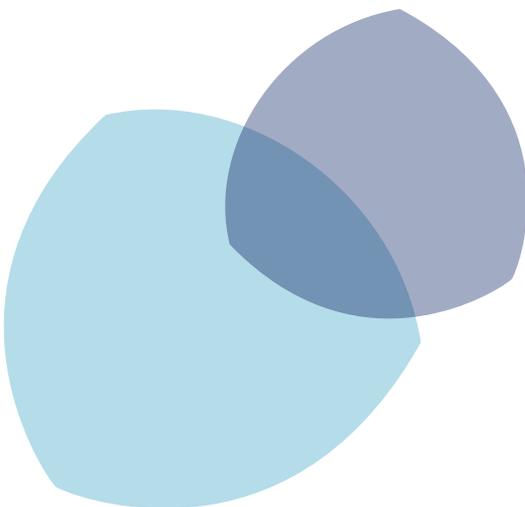
Der Corporate Governance Kodex enthält Regeln zur Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften und stellt national und international anerkannte Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung auf. Die darin enthaltenen Pflichten sind aufgeteilt in Empfehlungen und Anregungen. Empfehlungen sind im Kodex durch die Verwendung des Wortes „soll“ gekennzeichnet. Die börsennotierten Gesellschaften können davon abweichen, sind dann aber verpflichtet, dies jährlich in einer Erklärung offenzulegen und die Abweichungen zu begründen (Prinzip des „comply or explain“). Von bloßen Anregungen kann ohne Offenlegung und Erklärung abgewichen werden. Hierfür verwendet der Kodex den Begriff „sollte“.

Die Kodex-Empfehlungen betreffen insbesondere die Besetzung von Führungspersonen, Aufsichtsrat und Vorstand, deren Vergütung, Compliance, Grundsätze der Unternehmensleitung sowie Transparenzvorgaben. Beispielsweise soll bei der Besetzung von Führungspersonen auf Vielfalt geachtet, für ein Compliance-Management-System gesorgt sowie ein Corporate-Governance-Bericht verfasst werden.

5.2 | INVESTOR RELATIONS

Investor Relations (IR) stellt ebenfalls einen Bereich dar, der bereits im Rahmen der IPO-Vorbereitung zu adressieren ist. Der Investor-Relations-Manager im Unternehmen ist neben dem CEO und CFO das „Gesicht“ der Gesellschaft gegenüber dem Kapitalmarkt. Die Anforderungen sind entsprechend vielfältig: Der IR-Manager im Unternehmen braucht eine umfassende, detaillierte Unternehmenskenntnis, das entsprechende Zahlen- und Reporting-Verständnis, er muss mit den Regularien des Kapitalmarktes vertraut sein und auch die Sprache der Analysten und der Anleger sprechen. Nur so lässt sich das Ziel einer aus Kapitalmarktsicht guten IR erreichen. „Gut“ meint dabei eine Investorenkommunikation, die auf die Minimierung von Überraschungseffekten ausgerichtet ist, also eine Kombination aus realistischem Erwartungsmanagement, verlässlicher Guidance und zeitnahe Reporting.

Der Zeitaufwand, den das Topmanagement für IR aufwenden muss, lässt sich auf diese dargestellte Weise im Rahmen halten und effizient gestalten. Der CEO sollte bei einer gut aufgestellten IR-Abteilung nicht mehr als 14 Tage, der CFO nicht mehr als 25 Tage im Jahr für Reporting-Kommentare, Investoren- und Analystenkonferenzen sowie One-on-one-Meetings mit den für die Gesellschaft wichtigsten Investoren (Priority Investors) veranschlagen. Es ist, auch nach dem Börsengang, wichtig, das Investorennetzwerk zu erweitern und zu pflegen, um nachhaltig Liquidität in den ausgegebenen Aktien zu generieren. Hierbei können die Emittenten auf Roadshows oder Investorenkonferenzen zurückgreifen.



5.3 | HAUPTVERSAMMLUNG

Die Hauptversammlung ist die jährliche Versammlung aller Aktionäre der Gesellschaft und stellt einen festen Bestandteil im Kalender eines jeden börsennotierten Unternehmens dar. Sie gibt den Aktionären die Möglichkeit, Informationen über die Unternehmensentwicklung aus erster Hand zu erhalten und die Geschäftsführung zu kontrollieren. Insbesondere haben die Aktionäre ein Auskunftsrecht über Angelegenheiten der Gesellschaft, soweit dieses zur sachgemäßen Beurteilung des Gegenstands der Tagesordnung erforderlich ist. Dies beinhaltet zum einen ein Informationsrecht als auch ein Rederecht des Aktionärs in der Versammlung.

a) Terminierung

Der Vorstand ist verpflichtet, die Hauptversammlung unverzüglich nach Eingang des Berichts des Aufsichtsrates zu den vom Vorstand aufgestellten Jahresabschlüssen einzuberufen. Da der Vorstand den Jahresbericht grundsätzlich innerhalb der ersten drei Monate eines Geschäftsjahres aufstellt, findet die jährliche Hauptversammlung häufig im April oder Mai statt (jedenfalls bei den Unternehmen, die das Kalenderjahr als Geschäftsjahr haben).

b) Einberufung

Die Hauptversammlung wird durch den Vorstand einberufen, der darüber mit einfacher Mehrheit beschließt. Vor der Versammlung müssen unter anderem ein Stimmrechtsvertreter ernannt, die Tagesordnung aufgestellt und eingereicht, Beschlüsse vorbereitet, die Einberufung veröffentlicht sowie die erforderlichen Dokumente auf der Internetseite zugänglich gemacht werden. Der Leitfadens für den Versammlungsleiter wird üblicherweise von Beratern erstellt und dient der Festlegung des organisatorischen Ablaufs. Die Einladung ist mindestens 30 Tage vor der Hauptversammlung zu veröffentlichen, wobei der Tag der Einberufung nicht mitzurechnen ist. Aus organisatorischer Sicht ist es sinnvoll, die Teilnahme und die Ausübung des Stimmrechts von einer Anmeldung zur Hauptversammlung abhängig

zu machen. Besitzer von Inhaberaktien müssen einen Nachweis über ihren Anteilsbesitz erbringen, zum Beispiel Bescheinigungen des depotführenden Instituts. Die Einberufung muss umfassen:

- Firma und Sitz der Gesellschaft
- Zeit und Ort der Hauptversammlung
- Tagesordnung: Zwingend ist jährlich über die Verwendung des Bilanzgewinns, die Entlastung der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder sowie die Bestellung eines Abschlussprüfers zu entscheiden.

Bei börsennotierten Gesellschaften muss die Einberufung darüber hinaus folgende Informationen enthalten:

- Teilnahme- und Stimmrechtsvoraussetzungen
- Nachweisstichtag (Record Date)
- Verfahren für die Stimmabgabe durch einen Bevollmächtigten
- Antragsrecht der Aktionäre
- Internetseite der Gesellschaft

c) Teilnehmer

Jeder Aktionär ist zur Teilnahme an der Hauptversammlung berechtigt. Die Versammlung bedarf eines in der Satzung festgelegten Versammlungsleiters, regelmäßig der Aufsichtsratsvorsitzende. Weitere gesetzlich vorgeschriebene Teilnehmer sind Vorstand, Aufsichtsrat, Abschlussprüfer und Notar.

d) Anfechtung

Aktionäre haben unter bestimmten Voraussetzungen die Möglichkeit, Beschlüsse der Hauptversammlung gerichtlich durch eine sogenannte Nichtigkeits- oder Anfechtungsklage auf inhaltliche und Verfahrensfehler überprüfen zu lassen. Dies kann zu (u.U. langwierigen) Verzögerungen bei der Umsetzung der Hauptversammlungsbeschlüsse führen, da die angefochtene Maßnahme in der Regel bis zur endgültigen gerichtlichen Entscheidung aufgeschoben werden muss. Sofern der Hauptversammlungsbeschluss in das Handelsregister eingetragen werden muss, wie z. B. eine

Kapitalerhöhung, muss das Handelsregister prüfen, ob der Versammlungsbeschluss rechtmäßig ist, und es trifft dann eine eigene Ermessensentscheidung, ob es den Gegenstand des Hauptversammlungsbeschlusses in das Handelsregister einträgt.

e) Musterzeitplan

Der nachfolgende Musterzeitplan gibt eine Orientierung für die wesentlichen Schritte der Vor- und Nachbereitung der Hauptversammlung.

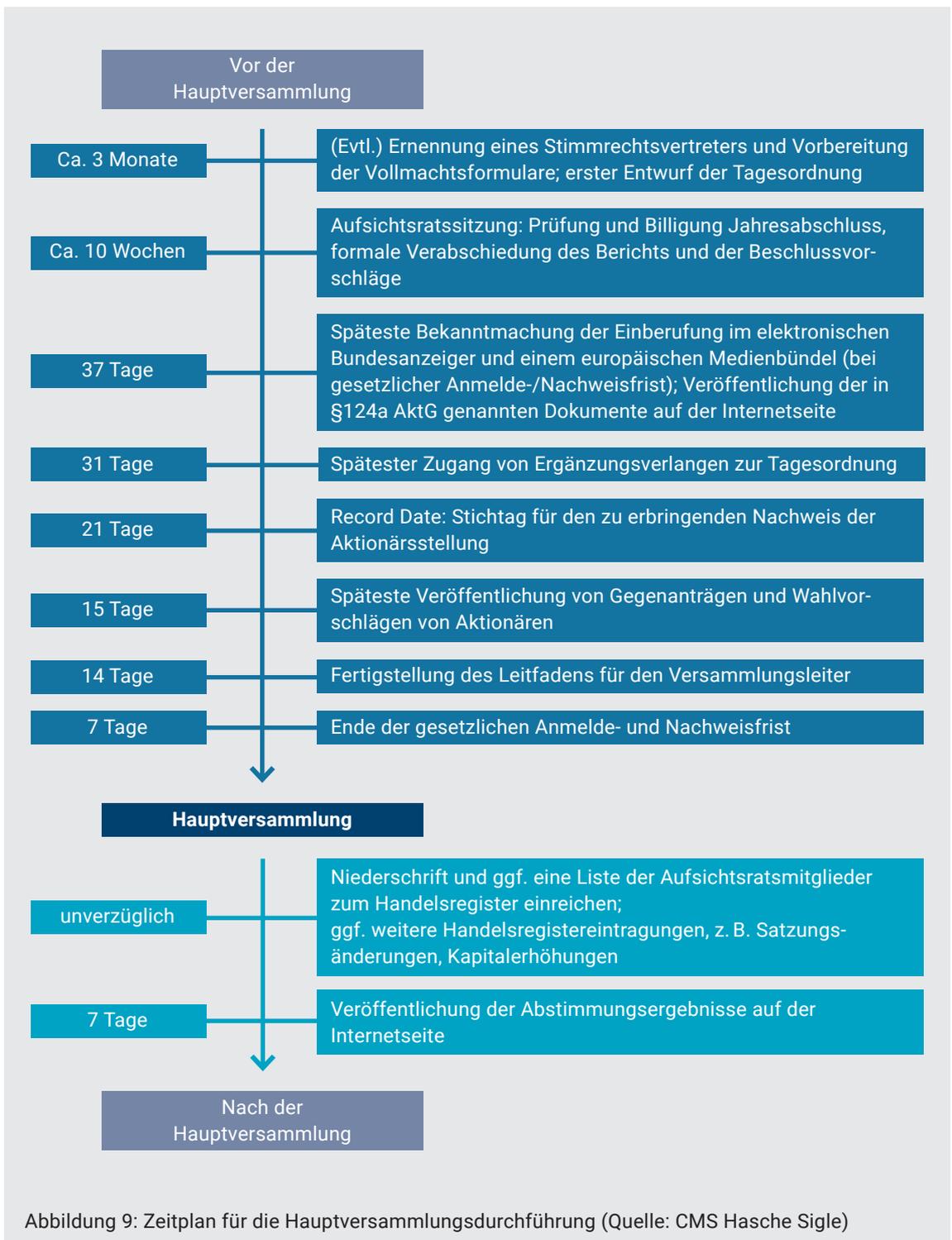


Abbildung 9: Zeitplan für die Hauptversammlungsdurchführung (Quelle: CMS Hasche Sigle)

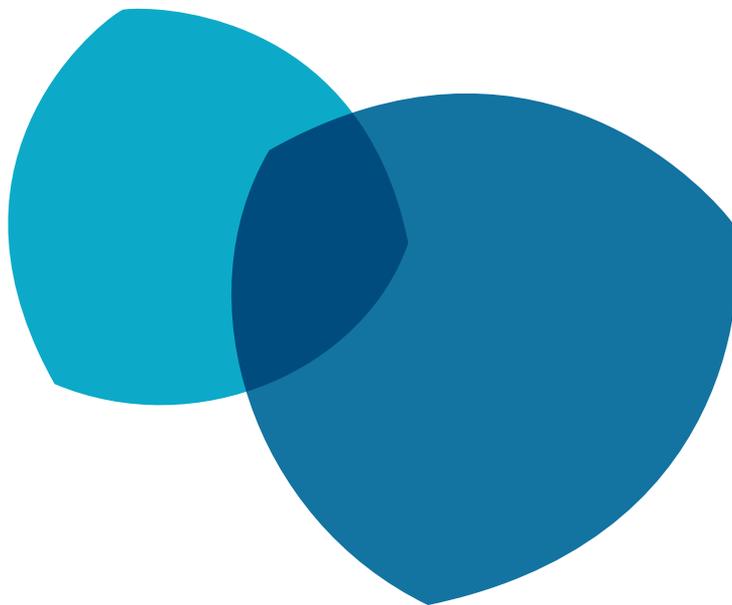
6 | ZUSAMMENFASSUNG: DIE ENTSCHEIDUNG EINES FAMILIENUNTERNEHMENS FÜR EINEN BÖRSENGANG

Jedes Familienunternehmen sollte für sich genau prüfen, ob der Gang an den Kapitalmarkt der richtige nächste Schritt ist. Der IPO ist eine gute strategische Option für die weitere Entwicklung und Fortführung des Unternehmens und bedeutet für Familienunternehmen häufig mehr als nur eine Erweiterung der bestehenden klassischen Bankenfinanzierung. Neben der AG stellt die Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) dank ihrer flexiblen Gestaltungsmöglichkeiten insbesondere für Familiengesellschaften eine attraktive Rechtsform zur Eigenkapitalfinanzierung über den Kapitalmarkt dar. Mit der richtigen Gestaltung lassen sich auch bei einem IPO der Familieneinfluss und die Unabhängigkeit des Unternehmens sichern.

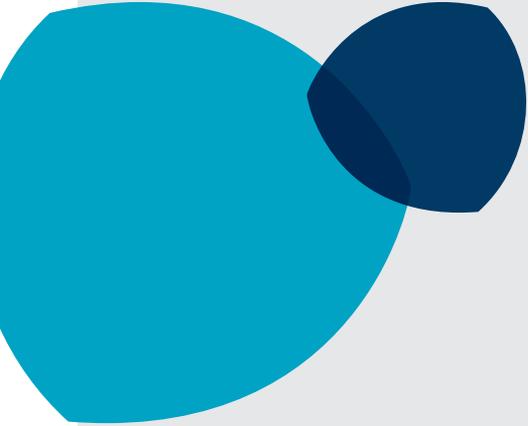
Natürlich müssen Vor- und Nachteile sorgfältig unter Einbeziehung erfahrener Berater gegeneinan-

der abgewogen werden. Aber eine generelle Angst vor der Börse ist unangebracht. In rechtlicher Hinsicht gibt es genügend Stellschrauben, um eine Präsenz an der Börse so unternehmerfamilienfreundlich wie möglich zu gestalten und Gründern, Nachkommen und Anlegern eine erfolgreiche Zukunft zu sichern.

Aktuelle Studien belegen überdies, dass Familienunternehmen bei Investoren beliebt sind, da sie langfristiger denken und damit nachhaltiger handeln, mit Substanz wirtschaften und dadurch im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen an der Börse erfolgreicher sind. In den vergangenen zehn Jahren konnten Familienunternehmen beispielsweise eine höhere Aktienrendite an der Börse erzielen. Die Investoren belohnen diese langfristige Geschäftspolitik, indem sie ihre Aktien in der Regel langfristig halten.



7 | WEITERFÜHRENDE LITERATUR

- 
- ➔ Bürgers, T. & Felt, T. (2015): Die Kommanditgesellschaft auf Aktien, 2. Aufl., C. H. Beck: München.
 - ➔ Credit Suisse – Research Institute (2017): The CS Family 1000, Studie, Credit Suisse: Zürich.
 - ➔ Grunewald, B. & Schlitt, M. (2014): Einführung in das Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., C. H. Beck: München.
 - ➔ Habersack, M.; Mülberr, P. O. & Schlitt, M. (Hrsg.) (2013): Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2. Aufl., C. H. Beck: München.
 - ➔ Habersack, M.; Mülberr, P. O. & Schlitt, M. (Hrsg.) (2019): Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt. 4. Aufl., Dr. Otto Schmidt Verlag: Köln.
 - ➔ Hüffer, U. & Koch, J. (2018): Aktiengesetz, 13. Aufl., C. H. Beck: München.
 - ➔ Langenbucher, K. (2018): Aktien- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., C. H. Beck: München.
 - ➔ Poelzig, D. (2018): Kapitalmarktrecht, 1. Aufl., C. H. Beck: München.
 - ➔ Rechenberg, W. v.; Thies, A. & Wiechers, H. (Hrsg.) (2016): Handbuch Familienunternehmen und Unternehmerfamilien, Schäffer-Poeschel: Stuttgart.
 - ➔ Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.) (2019): Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland – Bedeutung, Merkmale, Performance, erstellt vom Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) der Technischen Universität München (TUM): München.

KONTAKT

WITTENER INSTITUT FÜR FAMILIENUNTERNEHMEN (WIFU)

Das Wittener Institut für Familienunternehmen (WIFU) der Wirtschaftsfakultät der Universität Witten/Herdecke ist in Deutschland der Pionier und Wegweiser akademischer Forschung und Lehre zu Besonderheiten von Familienunternehmen. Drei Forschungs- und Lehrbereiche – Betriebswirtschaftslehre, Psychologie/Soziologie und Rechtswissenschaften – bilden das wissenschaftliche Spiegelbild der Gestalt von Familienunternehmen. Dadurch hat sich das WIFU eine einzigartige Expertise im Bereich Familienunternehmen erarbeitet. Ein Kreis von 75 Familienunternehmen macht dies möglich. So kann das WIFU auf Augenhöhe als Institut von Familienunternehmen für Familienunternehmen agieren. Mit derzeit 18 Professoren leistet das WIFU seit mehr als 20 Jahren einen signifikanten Beitrag zur generationenübergreifenden Zukunftsfähigkeit von Familienunternehmen.

ANSPRECHPARTNER

Prof. Dr. Tom A. Rösen

Geschäftsführender Direktor
Wittener Institut für Familienunternehmen (WIFU)
Universität Witten/Herdecke
Alfred-Herrhausen-Straße 50
58448 Witten
E-Mail: tom.ruesen@uni-wh.de
Telefon: +49 2302 926 513
www.wifu.de

CMS HASCHE SIGLE

CMS ist in Deutschland eine der führenden wirtschaftsberatenden Anwaltssozietäten. Mehr als 600 Rechtsanwälte, Steuerberater und Notare beraten an acht deutschen und fünf internationalen Standorten Unternehmensgründer, mittelständische Unternehmen sowie Großunternehmen und Institutionen aus den unterschiedlichsten Branchen in allen Fragen des nationalen und internationalen

Wirtschaftsrechts. CMS Hasche Sigle ist Teil des CMS-Netzwerks, zu dem insgesamt 4800 Rechtsanwälte und Steuerberater in 72 Büros weltweit zählen. Die Anwälte für Kapitalmarktrecht von CMS verfügen über fundiertes Know-how in der zielgerichteten Beratung bei den unterschiedlichsten Kapitalmarkttransaktionen.

ANSPRECHPARTNER

Dr. Andreas Zanner (Rechtsanwalt, Partner)
Jörg Baumgartner (Rechtsanwalt, Counsel)
Capital Markets Law – ECM
E-Mail: andreas.zanner@cms-hs.com
Telefon: +49 69 71701 256
E-Mail: joerg.baumgartner@cms-hs.com
Telefon: +49 69 71701 249
www.cms.law

DEUTSCHE BÖRSE AG

Deutsche Börse Cash Market, der Kassamarkt-Geschäftsbereich der Gruppe Deutsche Börse, betreibt mit Xetra und Börse Frankfurt zwei führende Handelsplätze in Europa und setzt sich für regulierte und transparente Märkte ein. Das Produkt- und Dienstleistungsportfolio umfasst die Zulassung der Wertpapiere sowie deren Handel nach anerkannten Regeln und in maßgeschneiderten Märkten. Unternehmen haben die Möglichkeit, über den Zugang zum Kapitalmarkt sowohl Eigen- als auch Fremdkapital aufzunehmen, und können dabei zwischen verschiedenen Transparenzsegmenten wählen.

ANSPRECHPARTNER

Renata Bandov
Director, Head of Pre-IPO & Capital Markets
Deutsche Börse AG
E-Mail: renata.bandov@deutsche-boerse.com
Tel.: +49 69 211 12973
www.deutsche-boerse.com

GLOSSAR

AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
CEO	Chief Executive Officer (geschäftsführendes Vorstandsmitglied)
CFO	Chief Financial Officer
DAX	Der DAX ist der bedeutendste deutsche Aktienindex. Er misst die Wertentwicklung der 30 größten und liquidesten Unternehmen des deutschen Aktienmarktes und repräsentiert rund 80 Prozent der Marktkapitalisierung börsennotierter Aktiengesellschaften in Deutschland. DAX® ist eine eingetragene Marke der Deutsche Börse AG.
Deutsche Börse Capital Market Partner	Deutsche Börse Capital Market Partner sind Dienstleister aus dem Primär- und Sekundärmarktfeld, die die Emittenten der Deutschen Börse vor, während und nach dem Börsengang beraten und unterstützen. Deutsche Börse Capital Market Partner® ist eine eingetragene Marke der Deutsche Börse AG.
DD	Due Diligence
EBITDA	earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände)
EWK	Europäischer Wirtschaftsraum
Freiverkehr	Der Freiverkehr ist ein Teilmarkt an der Börse, auf dem nach der Legaldefinition des § 48 Börsengesetz Wertpapiere gehandelt werden, die nicht im Regulierten Markt zugelassen sind.
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPO	Initial Public Offering
IR	Investor Relations
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KMU	kleine und mittlere Unternehmen

KPI	Key Performance Indicators
M&A	Mergers & Acquisitions
MAR	Marktmissbrauchsverordnung (Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014)
MDAX	Der MDAX (abgeleitet von Mid-Cap-DAX – Mid Cap steht für mittelgroße Unternehmen oder entsprechende Börsenwerte) ist ein deutscher Aktienindex. Er spiegelt die Entwicklung der 60 größten Unternehmen wider, die hinsichtlich Marktkapitalisierung und Orderbuchumsatz auf die DAX-Unternehmen folgen. MDAX® ist eine eingetragene Marke der Deutsche Börse AG.
PDIE	Pre-deal Investor Education
PE	Private Equity (hierunter versteht man außerbörsliches eigenkapitalbasiertes Beteiligungskapital)
Prime Standard	Der Prime Standard ist, als Teilbereich des Regulierten Marktes mit weiteren Zulassungspflichten, neben dem General Standard das privatrechtlich organisierte, gesetzlich regulierte Börsensegment der Frankfurter Wertpapierbörse mit den höchsten Transparenzstandards und gleichzeitig die Voraussetzung für eine Aufnahme in die Indizes DAX, MDAX, TecDAX und SDAX.
Regulierter Markt	Der Regulierte Markt ist ein organisierter Markt im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes (§ 2 Abs. 11 WpHG) und somit ein EU-regulierter Markt. Die hier geltenden Zulassungsvoraussetzungen und Folgepflichten sind gesetzlich geregelt, gehen auf europäisches Recht zurück und entsprechen damit EU-einheitlichen Anforderungen. Sie sind vornehmlich im Börsengesetz, in der Börsenzulassungsverordnung, im Wertpapierprospektgesetz, im Wertpapierhandelsgesetz und in der Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) normiert. Im Gegensatz zum privatrechtlich geregelten Open Market (Freiverkehr) ist der Regulierte Markt ein öffentlich-rechtlich ausgestalteter Markt.
S.A.	Société Anonyme (die französische Entsprechung der deutschen Aktiengesellschaft)
SDAX	Der SDAX ist ein deutscher Aktienindex. Er ist der Auswahlindex für 70 kleinere Unternehmen, sogenannte Small Caps, die den im MDAX enthaltenen Werten hinsichtlich Handelsvolumen und Marktkapitalisierung folgen. SDAX® ist eine eingetragene Marke der Deutsche Börse AG.
Scale	Scale ist ein privatrechtliches Börsensegment der Börse Frankfurt innerhalb des börsenrechtlich organisierten Freiverkehrs (Open Market).
SE	Societas Europaea (die europäische Aktiengesellschaft)
VC	Venture Capital. Hierunter versteht man die Gewährung von Wagniskapital bzw. Risikokapital zur Finanzierung eines unternehmerischen Vorhabens (Venture).
WpPG	Wertpapierprospektgesetz



**WITTENER INSTITUT FÜR
FAMILIENUNTERNEHMEN**

**UNIVERSITÄT
WITTEN/HERDECKE**

Fakultät für
Wirtschaftswissenschaft

Alfred-Herrhausen-Straße 50
58448 Witten
Tel.: +49 2302 926-513
Fax: +49 2302 926-561
wifu@uni-wh.de

www.wifu.de
www.facebook.com/gowifu

© 2019 · WIFU Witten/Herdecke