

# Börseneinführung

Auszug aus

## Grundlagen des M&A-Geschäftes

Christoph Schalast / Lutz Raettig (Hrsg.)  
(Erscheint demnächst)

**Dr. jur. Kay-Michael Schanz**



Mendelssohnstraße 75 - 77  
D - 60325 Frankfurt a. M.

Tel.: +49 69 9758 31 0  
Mobil: +49 172 67 63 222  
Fax: +49 69 9758 31 20  
[info@licofi.de](mailto:info@licofi.de)  
[www.licofi.de](http://www.licofi.de)

## Inhaltsverzeichnis

I.	Einleitung	3
II.	Vorteile und Bedenken	3
	1) Vorteile	3
	2) Bedenken und Nachteile	3
III.	Voraussetzungen	4
	1) Organisatorische Voraussetzungen	4
	2) Quantitative und qualitative Voraussetzungen	5
IV.	Rechtsform und Formwechsel	5
V.	Vorbereitung der Emission	6
VI.	Unternehmensbewertung und Preisfestsetzung	7
VII.	Due Diligence	8
VIII.	Emissionsbanken und Übernahme von Aktien	9
IX.	Übernahme und Übernahmevertrag	9
X.	Schaffung der zu emittierenden Aktien	10
XI.	Privatplatzierung und öffentliches Angebot	13
XII.	Research Reports und Investor Education	14
XIII.	Marketing und Investor Relations	14
XIV.	Platzierung und Anleger	15
XV.	Preisfindung und Zuteilung	15
	1) Festpreismodell	16
	2) Bookbuilding	16
	3) Zuteilung	18
XVI.	Kurspflege vs. Marktmanipulation	18
	1) Rechtsgrundlage	19
	2) Greenshoe	19
XVII.	Marktpflege und Designated Sponsoring	21
XVIII.	Kosten des Börsengangs	22
	1) Einmalige Kosten	22
	2) Laufende Folgekosten	24
XIX.	Märkte und Marktsegmente	24
	1) Regulierter Markt	24
	2) Freiverkehr	25
XX.	Markteinführungspublizität	27
XXI.	Folgen der Börseneinführung	28

## **I. Einleitung**

Nachdem das Neuemissionsgeschehen in Deutschland in den Jahren 2007 bis 2009 völlig zum Erliegen gekommen war, schüren seit März 2010 erste erfolgreich verlaufene IPO's die Hoffnung auf eine Wiederbelebung dieser Kapitalbeschaffungs- und Exitmöglichkeit, die sich für Gesellschaft und (Alt-)Gesellschafter durch eine Vielzahl von Aspekten von einem Verkauf des Unternehmens oder einem Teil hiervon unterscheiden. Für die Altgesellschafter beginnen die Unterschiede damit, dass bei einem Börsengang ein sofortiger Gesamtverkauf nur in absoluten Ausnahmefällen möglich ist, da das Anlegerpublikum regelmäßig erwartet, dass der Emissionserlös zumindest zum (großen) Teil in das Unternehmen fließt und die Altgesellschafter auf einen überschaubaren Zeitraum „an Bord“ bleiben.

## **II. Vorteile und Bedenken**

Bei der Abwägung der Vor- und Nachteile eines Börsengangs im Rahmen der Entscheidungsfindung sollte man sich zunächst vergegenwärtigen, dass die Vorteile zum einen dem Unternehmen selbst und zum anderen dessen Gesellschaftern zukommen können, wobei die Gesellschafter zusätzlich indirekt auch von den Vorteilen des Unternehmens profitieren. Entsprechendes gilt hinsichtlich der Nachteile.

### **1) Vorteile**

Im Zentrum der Überlegungen im Vorfeld eines Börsengangs steht regelmäßig die Verbreiterung der Eigenkapital- und Liquiditätsbasis der Gesellschaft bzw. ihrer Gesellschafter. Nahezu jedes wachsende Unternehmen kommt in seiner Entwicklung in ein Stadium, wo der weitere Ausbau und die hiermit verbundene Wahrnehmung von Chancen ohne externe Mittel nicht mehr machbar ist, die Gesellschafter diese aber nicht mehr erbringen können oder wollen. Dies gilt verstärkt infolge der deutlich verminderten Finanzierungsbereitschaft der Banken.

Neben dem Finanzierungsvorteil auf Unternehmensebene stehen die Möglichkeiten, den Emissionserlös - ganz oder teilweise - den Altgesellschaftern zufließen zu lassen und so „Kasse zu machen“, d.h. eine Wertsteigerung und damit die Früchte der Arbeit der Vergangenheit zu realisieren. Den Gesellschaftern bietet sich mit dem Börsengang die Möglichkeit der Vermögensdiversifizierung und der Beendigung der persönlichen Haftung. Gleichzeitig ist die Aufrechterhaltung des Einflusses der Altgesellschafter sehr viel leichter durchsetzbar als bei Aufnahme eines industriellen Partners oder einer Beteiligungsgesellschaft. Die Trennung von Kapital und Management verbunden mit der höheren Liquidität von Unternehmen und/oder Eigentümern nach einer Börseneinführung erleichtert auch die Erbregelung und Vermögensplanung der Anteilseigner. Die tägliche Börsennotiz erlaubt eine hohe Transparenz beim persönlichen Asset Management der Eigentümer.

Die mit Börsengang und -notierung verbundene Publizität und Berichterstattung führt zu einem höheren Bekanntheitsgrad, oftmals auch zu einem verbesserten Standing bei Kooperationspartnern, nicht zuletzt aufgrund der höheren Transparenz. Darüber hinaus genießt das börsennotierte Unternehmen deutliche Vorteile bei der Gewinnung des Topmanagements, da die Position des Vorstands nicht nur mit einer höheren Reputation wie Geschäftsführungspositionen in vergleichbaren Unternehmen verbunden wird, sondern auch mit größeren unternehmerischen Freiräumen ausgestattet ist.

### **2) Bedenken und Nachteile**

Bei den Nachteilen der Börseneinführung steht die Einschränkung des Einflusses der Altgesellschafter durch Aufnahme fremder Aktionäre regelmäßig im Vordergrund. Auf die hier bestehenden Gestaltungsmöglichkeiten wird noch näher einzugehen sein. Darüber hinaus spielen die Kosten eine besondere Rolle. So ist die Börseneinführung selbst mit einem hohen einmaligen Kostenblock verbunden. Gleichzeitig führt sie schon infolge der Notwendigkeit einer Hauptversammlung mit einer Vielzahl

von Teilnehmern, der laufenden Publizitätspflichten sowie der sonstigen Anforderungen unvermeidbar auch zu höheren laufenden Kosten und sonstigem Organisationsaufwand. Gerade die mit der Emission selbst verbundenen Kosten sind in ihrer absoluten wie in ihrer relativen Höhe zunächst einmal sicherlich erschreckend, müssen aber in Relation zum Kapitalzufluss bei der Gesellschaft bzw. Verkaufserlös bei den Alteigentümern gesehen werden. Auch hinsichtlich der häufig kritisch betrachteten erhöhten Publizität bei und nach Börseneinführung ist festzustellen, dass spätestens seit dem Inkrafttreten des Bilanzrichtliniengesetzes im Dezember 1985 insoweit zumindest keine gravierenden Nachteile mehr bestehen. Allerdings werden in der Praxis eine notierte Gesellschaft und ihre Organe eher mit Klagen opponierender Minderheitsgesellschafter überzogen als dies bei Gesellschaften der Fall ist, die nicht so im Lichte der Öffentlichkeit stehen. Auch die zeitlichen Belastungen für Mitarbeiter und Vorstand im Vorfeld wie auch nach einer Börseneinführung dürfen nicht unterschätzt werden.

### **III. Voraussetzungen**

Abgesehen von den allgemein-rechtlichen und segmentspezifischen Voraussetzungen müssen Unternehmen gewissen Anforderungen genügen, um an einer Börse zugelassen bzw. in den Handel einbezogen zu werden. Diese werden gemeinhin in ihrer Summe als Kapitalmarkt- oder Börsenreife des Unternehmens bezeichnet.

#### **1) Organisatorische Voraussetzungen**

Zu den Grundvoraussetzungen für einen Börsengang gehören neben der Rechtsform<sup>1</sup> in organisatorischer Hinsicht u.a. ein klarer, übersichtlicher und transparenter Unternehmensaufbau mit ebenso klaren Beteiligungsverhältnissen und einer sauberen Trennung zwischen Unternehmens- und Gesellschaftersphäre. Verschachtelte Unternehmensgruppen mit intransparenten Beteiligungs- und Beherrschungsverhältnissen stoßen bei Anlegern regelmäßig auf Misstrauen, insbesondere wenn an Tochterunternehmen noch Altgesellschafter beteiligt sind.

Im Falle von Betriebsaufspaltungen sollte betriebsnotwendiges Vermögen, das direkt oder indirekt Gesellschaftern gehört, entweder in das Eigentum der Gesellschaft überführt werden oder, falls dies nicht möglich oder gewollt ist, zumindest die hieraus resultierenden Verpflichtungen und Zahlungsströme deutlich dargestellt werden. Umgekehrt ist bei nicht-betriebsnotwendigen Aktiva unter Berücksichtigung steuerlicher Aspekte die Zuordnung zu regeln und zu klären, inwieweit hierdurch eventuell vorhandene stille Reserven aufgedeckt werden sollen. Vertragliche Beziehungen im Rahmen von Zuliefer- oder Abnahmegeschäften des Unternehmens mit Alt- oder Mehrheitsgesellschaftern bzw. deren anderen unternehmerischen Aktivitäten sollten einem Fremdvergleich standhalten und transparent dokumentiert sein.

Die Forderung nach Transparenz richtet sich auch an die unternehmensinterne Organisationsstruktur. Dabei ist zum einen zu berücksichtigen, dass gerade junge Unternehmen oftmals mit einer sehr viel flacheren Unternehmenshierarchie auskommen als alteingesessene Großunternehmen. Andererseits verändern sich mit dem Börsengang, insbesondere wenn diesem ein Rechtsformwechsel vorangeht, auch die Anforderungen an die Organisationsstruktur des Unternehmens, die Qualifikation des Managements, die EDV-Ausstattung etc. Ein fachlich kompetentes, integeres, persönlich überzeugendes und glaubwürdiges Management in den wesentlichen Unternehmensbereichen ist entscheidend für die Akzeptanz, die dem Unternehmen im Rahmen der Roadshow und bei der Platzierung entgegengebracht wird. Auf Gesellschafterebene ist zu gewährleisten, dass die Anforderungen der Banken in Hinblick an Halte- und Marktschonungsverpflichtungen von Altgesellschaftern erfüllt werden können.

---

<sup>1</sup> Siehe hierzu nachstehend *Ziffer IV Rechtsform und Formwechsel*.

## 2) Quantitative und qualitative Voraussetzungen

Die Anforderungen von Investoren und Konsortialbanken in Hinblick auf die quantitativen und qualitativen Voraussetzungen von Börsenkandidaten haben in den letzten Jahren deutlichen Veränderungen unterlegen. Wenngleich auch heute eine Gesellschaft - unabhängig von den fortbestehenden und eventuell angepassten segmentbezogenen Zulassungsvoraussetzungen - idealerweise vor ihrer Börseneinführung eine „angemessene“ Größe erreicht hat, profitabel ist und bereits über einige Jahre bei Umsatz und Ertrag möglichst hohe Zuwachsraten aufweist, steht inzwischen auch in Deutschland eine überzeugende Unternehmensstrategie und die hierauf basierende Planung, natürlich mit entsprechenden Zuwachsraten, im Vordergrund. Dementsprechend kommt dem derzeitigen Cashflow und der augenblicklichen Ertragssituation häufig ein niedrigerer Stellenwert zu als den Werten, die mittel- und langfristig absehbar sind.

Für Gesellschaften mit niedrigen Zuwachsraten wird man dagegen an den vorgenannten Kriterien festhalten und auch eine angemessene, möglichst kontinuierliche Umsatz- und Ertragsentwicklung erwarten müssen. Im Gegensatz zu jungen und stärker risikobehafteten High-Tech-Unternehmen sind diese attraktiv für Investoren, die sich auf langfristige Anlagen mit durchschnittlichem KGV konzentrieren.

Von Bedeutung für die Beurteilung der Börsenreife sind weiterhin Faktoren wie die Wettbewerbsposition und -strategie. Dabei finden vor allem Marktvolumen, Marktdurchdringung und -entwicklung sowie Absatzmärkte, Produktionskapazitäten und Produktlebenszyklen besondere Beachtung. Die Zugehörigkeit zu einer Wachstumsbranche ist ebenfalls von Vorteil. Die Strategie sollte plausibel und mittelfristig ausgelegt sein und sich auf individuelle Stärken stützen.

Unabhängig von den spezifischen Anforderungen in den einzelnen Marktsegmenten<sup>2</sup> fordern auch die Banken ein bestimmtes Minimum hinsichtlich des Platzierungsvolumens, da nur ab einer gewissen Höhe die nötige Liquidität erreicht und das Interesse institutioneller Anleger geweckt wird. Dabei stellen die einzelnen Banken völlig unterschiedliche Anforderungen, was aber maßgeblich von ihrem jeweiligen Fokus sowie der Ertragserwartung pro Transaktion geprägt wird.

## IV. Rechtsform und Formwechsel

Grundvoraussetzung für die Börseneinführung von Eigenkapitalanteilen von Unternehmen an einer deutschen Wertpapierbörse ist, dass diese in der Rechtsform der AG oder KGaA geführt werden, da allein Gesellschaftsanteile in Form von Aktien frei handelbare Wertpapiere darstellen. Anteile an einer GmbH, OHG, KG oder sonstigen Gesellschaftsform erfüllen diese Voraussetzungen nicht.

Da in Deutschland nur eine relativ geringe Zahl der Kapitalgesellschaften in Form einer AG oder KGaA geführt werden, ist in Vorbereitung einer Börseneinführung in vielen Fällen zunächst einmal die Erfüllung der Anforderungen an die Rechtsform erforderlich, wofür sich je nach Ausgangslage mehrere Wege anbieten. Dabei entscheidet sich die weit überwiegende Zahl der Gesellschaften für die Form der AG, wohingegen die KGaA eher ein Schattendasein führt, wenngleich sie hinsichtlich der Möglichkeiten zur Wahrung des Einflusses der Altaktionäre durchaus Vorteile bietet.<sup>3</sup>

Für den Fall, dass das an der Börse einzuführende Unternehmen noch keine AG bzw. KGaA oder noch

---

<sup>2</sup> Während im Freiverkehr aller deutschen Wertpapierbörsen auch insoweit keinerlei Mindestanforderungen bestehen, sind die Zulassungsvoraussetzungen auch im Regulierten Markt vernachlässigbar gering.

<sup>3</sup> Auch in der AG gibt es eine Vielzahl von – mehr oder weniger dauerhaft eher unzuverlässigen – Möglichkeiten zur Wahrung der Rechte der Altgesellschafter. Hierzu gehört neben dem Erhalt der Stimmenmehrheit eine entsprechende Satzungsgestaltung, die Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien oder vinkulierter Namensaktien, Entsenderechte hinsichtlich des Aufsichtsrats, Stärkung dessen Rolle und Entscheidungskompetenzen sowie der Abschluss von Poolvereinbarungen. Näher zum Ganzen *Schanz*, Börseneinführung, S. 76 ff.

keine eigenständige Einheit in einer der beiden Rechtsformen ist, muss vor dem Börsengang eine Umstrukturierung mit einem Rechtsformwechsel im Wege der Einzelrechtsnachfolge oder der Gesamtrechtsnachfolge stattfinden. Hierfür bieten sich in Abhängigkeit von der ursprünglichen Rechtsform des Unternehmens sowie diversen steuerlichen, organisatorischen und anderen Aspekten grundsätzlich mehrere Möglichkeiten, angefangen mit der Übertragung des entsprechenden Betriebsvermögens im Wege der Einzelrechtsnachfolge auf eine existierende oder eine zu gründende Gesellschaft bis hin zu den diversen Alternativen der Gesamtrechtsnachfolge<sup>4</sup>, bei denen die Gesellschaft ihre Rechtsform ändert oder das Unternehmen kraft Gesetzes mit seinen Aktiva und Passiva in einem Vorgang auf den neuen Rechtsträger übergeht.

Die Entscheidung zwischen den vom Umwandlungsgesetz geregelten Methoden der Gesamtrechtsnachfolge einerseits und der Einzelrechtsnachfolge andererseits kann nur einzelfallabhängig in Abwägung der Vor- und Nachteile des jeweiligen Verfahrens getroffen werden. Zu den wesentlichen Entscheidungsparametern gehören der u. U. deutlich geringere organisatorische Aufwand, die möglicherweise geringeren Kosten und die überschaubare Haftungssituation für die Rechtsträger und die Organe bei der Einzelrechtsnachfolge. In Hinblick auf die stillen Reserven und damit deren ertrags- und gewerbsteuerliche Behandlung können bei Einzel- und Gesamtrechtsnachfolge grundsätzlich dieselben Ergebnisse erzielt werden. Demgegenüber können Verlustvorträge heute regelmäßig allenfalls noch bei einem Formwechsel einer Kapitalgesellschaft in eine andere Kapitalgesellschaft gerettet werden, sofern keine vorherige, sie kompensierende Gewinnerzielung möglich ist. Weitere Nachteile bestehen bei der Einzelrechtsnachfolge in Hinblick auf die Grunderwerbsteuer gegenüber einzelnen Formen der Gesamtrechtsnachfolge.

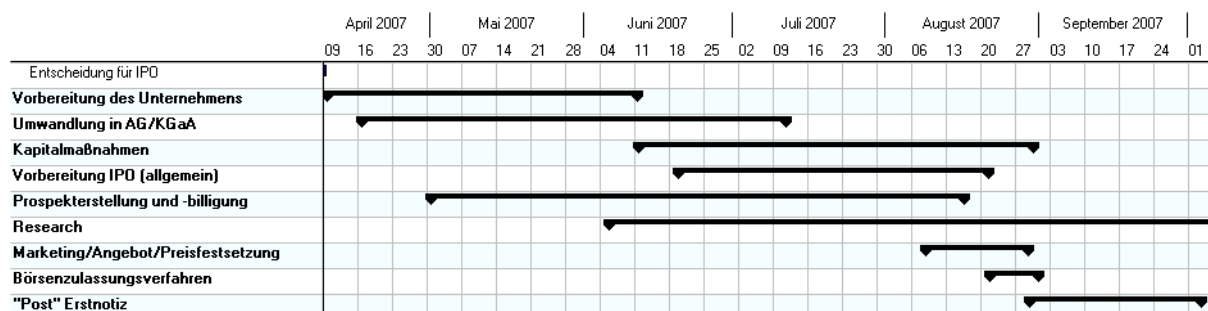
## **V. Vorbereitung der Emission**

In Vorbereitung der Börseneinführung bedarf es umfangreicher Vorbereitungsmaßnahmen, mit denen regelmäßig ein zu diesem Zweck zusammengestelltes „Börseneinführungsteam“ betraut wird. Entsprechend der Komplexität des Börseneinführungsprozesses setzt sich dieses nicht nur aus Mitarbeitern des Börsenaspiranten, sondern auch aus einer Vielzahl von externen Spezialisten unterschiedlicher Disziplinen zusammen. Zum Kern dieses Teams gehören neben der konsortialführenden Bank vor allem Rechtsanwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer. Daneben spielen auch Public Relations Agenturen, die sich auf Finanzmarketing spezialisiert haben, eine wichtige Rolle.

---

<sup>4</sup> Nach § 1 I UmwG können Rechtsträger mit Sitz im Inland durch Verschmelzung, Spaltung, Vermögensübertragung und Formwechsel umgewandelt werden. Welche der genannten Umstrukturierungsmöglichkeiten im Einzelfall anzuwenden ist, hängt von der Ausgangssituation und dem gewünschten Ergebnis ab. So ist ein Formwechsel regelmäßig dann naheliegend, wenn keine weiteren Restrukturierungsmaßnahmen erforderlich sind. Demgegenüber kommt der Spaltung besondere Bedeutung zu, wenn Teilbetriebe in Zukunft nicht mehr oder nicht im Zusammenhang mit der für den Börsengang vorgesehenen Einheit benötigt werden, die deshalb im Wege der Spaltung gemäß § 123 ff. UmwG – gegebenenfalls vor einem Formwechsel der übrigen Unternehmensteile – abgespalten oder ausgegliedert werden können. Für die Zusammenführung mehrerer Gesellschaften oder einer Unternehmensgruppe bietet sich die Verschmelzung zur Neugründung in eine neu zu gründende AG oder KGaA an, was zu der gewünschten Konzentration der Unternehmensorganisation und Bündelung des Kapitals führt und die formwechselnde Umwandlung als ansonsten weiteren erforderlichen Schritt bereits beinhaltet.

## Gesamtprozess des Börseneinführungsverfahrens



### VI. Unternehmensbewertung und Preisfestsetzung

Der Erlös, der einem Unternehmen bzw. dessen Gesellschaftern durch einen Börsengang zufließt, wird in erster Linie durch den festgesetzten Emissionskurs und die Zahl der emittierten Aktien bestimmt.<sup>5</sup> Basis der Festsetzung ist immer eine Bewertung des Unternehmens, die unter Berücksichtigung unternehmensinterner und marktbezogener Daten sowie entsprechender Vergleichswerte anderer börsennotierter Aktien zum eigentlichen Emissionskurs führt. Sowohl die Bewertung selbst als auch die hierauf basierende Kursfestsetzung sind komplexe Vorgänge, die einer Vielzahl objektiver wie subjektiver Einflussfaktoren unterliegen. Erschwert werden Unternehmensbewertungen regelmäßig auch dadurch, dass sie nicht auf feststehenden Werten basieren, sondern auf eine Vielzahl anderer prognostizierter Parameter zurückgreifen müssen und dadurch entsprechenden Unsicherheiten unterliegen. Die Qualität einer Unternehmensbewertung hängt daher immer auch stark von der Qualität der in sie einfließenden Parameter ab.

Während die Unternehmensbewertung bei der Mehrzahl der Anlässe üblicherweise die Domäne von Wirtschaftsprüfern und Steuerberatern ist, werden Bewertungen im Vorfeld von Börseneinführungen in erster Linie von den Investmentbankern und Wertpapieranalysten der Banken vorgenommen. Diese stützen sich hierbei maßgeblich auf ertragswertorientierte Bewertungsmethoden.

Von der Bewertung des Unternehmens zu unterscheiden ist der Vorgang der eigentlichen Preisfestsetzung. Betrachtet man als Ziel der eigentlichen Bewertung die Findung eines fairen Marktpreises im Sinne eines Gleichgewichtspreises, so geht es bei der Festsetzung darum, den Emissionspreis einerseits attraktiv in Relation zu bereits börsennotierten Werten zu gestalten und über eine vollständige Platzierung des Emissionsvolumens hinaus auch eine positive Kursentwicklung zu ermöglichen. Andererseits soll naturgemäß der Emissionserlös - wenn auch nicht ausgereizt - so doch weitgehend optimiert werden.

Sind subjektive Bewertungsparameter wie Marktstellung und Bekanntheitsgrad, Wachstumspotenzial, Qualifikation des Managements etc. bereits vollständig in der vergleichenden Bewertung erfasst worden, wird bei der Festsetzung des Zeichnungspreises häufig versucht, Investoren durch einen Zeichnungsanreiz in Form eines Kursabschlags vom ermittelten fairen Wert oder Gleichgewichtspreis zum Kauf zu motivieren, wobei sich dieser Abschlag regelmäßig in Größenordnungen um die 10 bis 20 Prozent bewegt.<sup>6</sup> Im Übrigen sollte der Emissionspreis unter emissionstaktischen Gesichtspunkten möglichst auch bei absoluter Betrachtungsweise nicht zu sehr von den Kursen anderer Neuemissionen abweichen.

Demnach ist - soweit möglich - bei der Festsetzung der Gesamtzahl der Aktien, d.h. der Aufteilung des Grundkapitals und der hiermit zusammenhängenden bzw. dieser vorhergehenden Aufteilung des Eigenkapitals auf Grundkapital und offene Rücklagen bereits der hierdurch beeinflusste spätere Emis-

<sup>5</sup> Andere Einflussgrößen sind die mit der Emission verbundenen Kosten.

<sup>6</sup> Sogenanntes „underpricing“.

sionskurs bzw. zumindest die entsprechende Größenordnung zu berücksichtigen. Dabei wird man zumindest bei Unternehmen, die - im Gegensatz zu vielen jungen Gesellschaften aus High-Tech-Branchen - bereits oder in absehbarer Zeit eine Dividende ausschütten, auch die Dividendenrendite berücksichtigen, die sich aus der Zahl der Aktien und dem zur Ausschüttung verfügbaren Gewinn ergibt.

## VII. Due Diligence

In der Due Diligence werden die Annahmen, auf denen die Bewertung des Unternehmens basiert, auf ihre Korrektheit und Vollständigkeit überprüft. Das Verfahren dient auch im Zusammenhang mit Börsengängen damit dazu, einen genauen Einblick in das Unternehmen einschließlich all seiner Stärken und Schwächen zu erhalten und so die Chancen und Risiken eines Investments klarer abschätzen zu können. So sind die im Rahmen der Due Diligence gewonnenen Erkenntnisse Grundlage für die Erstellung des Wertpapierprospekts und dienen damit auch der Vermeidung bzw. der Minderung von Risiken aus der Prospekthaftung. Im Gegensatz zu einer Due Diligence im Zusammenhang mit einer M&A-Transaktion werden die Ergebnisse nicht in einem Due Diligence-Bericht festgehalten, sondern fließen direkt in den Wertpapierprospekt, so dass kein zweites, möglicherweise widersprüchliches Dokument besteht. Gleichzeitig schafft die Due Diligence u.U. die Möglichkeit, erkannte Missstände noch vor einer Veröffentlichung des Prospekts zu beseitigen und so eine Offenlegung entbehrlich zu machen.

Im Gegensatz zu der Due Diligence im Rahmen eines Unternehmenskaufs ist die im Vorfeld einer Börseneinführung unter Vertraulichkeitsgesichtspunkten für das Unternehmen selbst regelmäßig unproblematischer. Während bei M&A-Transaktionen oftmals direkte Wettbewerber als interessierte Käufer auftreten und so detaillierten Einblick in die Gesellschaft, ihre Betriebsabläufe, Planungen und Kostenrechnungen erhalten, wird die Due Diligence vor einem IPO regelmäßig lediglich durch branchenfremde Spezialisten, die i.d.R. aus berufs- und standesrechtlichen Gründen zur Verschwiegenheit verpflichtet sind, durchgeführt.

Im Zusammenhang mit der Due Diligence bzw. der späteren Veröffentlichung des Wertpapierprospekts verlangen die Emissionsbanken regelmäßig einen sogenannten „Comfort Letter“ der Wirtschaftsprüfer des Emittenten<sup>7</sup> sowie eine „Legal Opinion“<sup>8</sup> und einen „Disclosure Letter“<sup>9</sup> von Rechtsanwälten, mit denen diese die Vollständigkeit und Richtigkeit der analysierten Unterlagen bestätigen bzw. zumindest in negativer Hinsicht festhalten, dass sie außer den genannten wesentlichen und negativen Feststellungen keine Erkenntnisse haben, die sie an der Richtigkeit der getroffenen Aussagen zweifeln lassen. Die Erstellung dieser Dokumente ist schon aus Haftungsgründen häufig mit heftigen Debatten zwischen Wirtschaftsprüfern bzw. Anwälten einerseits und den diese Dokumente verlangenden Emissionsbanken andererseits verbunden.

---

<sup>7</sup> In einem Comfort Letter fasst der Abschlussprüfer die Ergebnisse gesondert vereinbarter Analysen zu bestimmten, im Emissionsprospekt zu veröffentlichenden Finanzinformationen zusammen und teilt das Ergebnis seiner Tätigkeit in Abhängigkeit von der jeweiligen Untersuchungshandlung in Form einer negativ formulierten Aussage oder als Feststellung zu einem bestimmten Sachverhalt mit.

<sup>8</sup> Bei der Legal Opinion handelt es sich um ein anwaltliches Rechtsgutachten in Form einer weitgehend standardisierten schriftlichen Erklärung über die gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen einer Transaktion und der dieser zugrunde liegenden Verträge. Typischerweise wird darin bestätigt, dass das betroffene Unternehmen als Gesellschaft wirksam gegründet wurde, als Gesellschaft noch existiert und bei der Transaktion als Vertragspartei ordnungsgemäß vertreten wird. Kernstück der Legal Opinion ist der Passus, dass der Vertrag wirksame und bindende Verpflichtungen begründet, die rechtlich durchsetzbar sind.

<sup>9</sup> In der Disclosure Opinion bestätigt der diese abgebende Rechtsanwalt, dass bei der Vorbereitung des Börsengangs und des Prospekts kein Umstand bekannt geworden ist, der ihn zu der Annahme veranlasst, dass der Prospekt unrichtig oder unvollständig ist.



## VIII. Emissionsbanken und Übernahme von Aktien

Bei der Aufnahme von Kapital über die Emission von Aktien sind mehrere Vorgänge zu unterscheiden, nämlich

- die Ausgabe und Zeichnung der Aktien,
- deren Platzierung bei Investoren,
- der Prozess der Börsenzulassung und
- die Einführung in den Handel im Sinne der Aufnahme der Notierung.

In all diesen Phasen spielen Investment- oder Geschäftsbanken und – seit einigen Jahren mit zunehmender Tendenz auch - Wertpapierhandelshäuser eine zentrale Rolle. Grund für deren Einschaltung ist zum einen die rechtliche Notwendigkeit bei der Stellung des Antrags auf Zulassung zum Börsenhandel im Regulierten Markt. Zum anderen bedarf nahezu jeder Emittent vor allem der Platzierungskraft der Banken und Wertpapierhandelshäuser sowie deren Know-how bei Strukturierung, Preisfestsetzung und Timing einer Emission. Für diese stellt das Emissionsgeschäft aufgrund des hohen Ertragspotenzials, der Visibilität und Reputation von Führungsmandaten<sup>10</sup> ein attraktives und prestigeträchtiges Geschäftsfeld dar.

Die Auswahl der konsortialführenden Bank ist für den Erfolg einer Börseneinführung von so maßgeblicher Bedeutung, dass ihr gar nicht genug Beachtung geschenkt werden kann. Die federführenden Banken erfüllen im Rahmen einer Börseneinführung eine Vielzahl von ineinandergreifenden, teilweise sehr komplexen Aufgaben. So strukturiert der Konsortialführer - eventuell in Kooperation mit anderen Emissionsbegleitern - das Unternehmen einschließlich dessen Bilanz sowie den gesamten Emissionsprozess, berät bei der Preisfindung, koordiniert die Tätigkeit aller Beteiligten beim Verkauf und der Platzierung, sorgt aber auch für die nötige Liquidität nach der Börseneinführung.

Zur Nutzung der Platzierungskraft mehrerer Banken, der Verteilung des Übernahmerrisikos sowie der Begrenzung der Inanspruchnahme des Eigenkapitals der involvierten Banken werden von den mit der Federführung mandatierten Banken regelmäßig Konsortien gebildet, die die Aktien übernehmen und ihre jeweiligen Platzierungskanäle bei privaten und/oder institutionellen Anlegern nutzen. Die Größe des Konsortiums wird u.a. von der Volatilität im Markt und dem hieraus resultierenden Kursrisiko sowie der angestrebten Breite der Streuung bei Investoren bestimmt. Das wichtigste Kriterium in diesem Zusammenhang ist aber das Volumen der Emission, das auch mit die Frage beeinflusst, ob die Platzierung nur national oder auch international durchgeführt wird. Im Falle einer internationalen Emission wird bei der Zusammensetzung des Konsortiums auf die Platzierungskraft einzelner Banken in bestimmten Regionen zu achten sein.

Die Quotenverteilung innerhalb des Konsortiums spielt für die beteiligten Banken eine große Rolle, da sie die entscheidende Größe für das mit der Teilnahme verbundene Ertragspotenzial ist. Außerdem besteht eine Wechselwirkung zwischen der Höhe der Quote einer Bank und deren Stellung im Konsortium, die wiederum für Prestige und künftiges Geschäft maßgebend sind. Dementsprechend hoch ist das hieraus resultierende Konfliktpotenzial bei der durch Federführung und Emittent erfolgenden Festsetzung der Konsortialquoten, die häufig mit Protesten von nicht oder ihrer Ansicht nach zu niedrig berücksichtigten Banken verbunden ist. Wenngleich starre Regeln für die Festsetzung fehlen, kann davon ausgegangen werden, dass die Konsortialführung regelmäßig die größten Quoten für sich beansprucht.

## IX. Übernahme und Übernahmevertrag

Vor Platzierung der Aktien bei Investoren erfolgt deren Übernahme sowie deren Zeichnung durch das Konsortium. Für die Übernahme, d.h. den Eintritt in das originär beim Emittenten entstandene Platzierungsrisiko, stehen drei Basisformen zur Verfügung, die sich in erster Linie durch eine abweichende

---

<sup>10</sup> In abgeschwächter Form gilt dies auch für die Beteiligung an einer Emission als Underwriter oder Seller.

Verteilung des Absatzrisikos zwischen Emittent und Konsortium unterscheiden.<sup>11</sup> Dieses Risiko verwirklicht sich für die Banken im Falle dessen Übernahme, wenn nicht alle zur Emission vorgesehenen Aktien bei Investoren platziert werden können und daher länger als geplant, in Ausnahmefällen sogar auf Dauer im Eigenbestand gehalten werden müssen.

Beim sogenannten „bought deal“ übernimmt der Konsortialführer bereits bei Unterzeichnung des Vertrags über die Erteilung des Federführungsmandats die zu emittierenden Aktien rechtsverbindlich zu festen Konditionen oder geht zumindest eine solche vorbehaltlose Verpflichtung zur späteren Übernahme (und Zahlung) ein. Bei dieser in Deutschland seltenen Übernahmemethode wird das Kursänderungs- und das Platzierungsrisiko bereits in einem sehr frühen Stadium des Emissionsprozesses auf die übernehmende Bank verlagert, die zu deren Einschränkung regelmäßig schon im Vorfeld Platzierungsvereinbarungen mit institutionellen Investoren über einen Teil der Emission trifft.

Demgegenüber erfolgt die kommissionsweise Übernahme auf einer reinen „best effort“-Basis, d.h. die Konsortialführung verpflichtet sich in einem Maklervertrag lediglich, sich im Rahmen ihrer Möglichkeiten und nach besten Kräften bei Investoren um eine Platzierung der zu emittierenden Papiere zu bemühen.<sup>12</sup> Ein Platzierungserfolg wird demnach nicht geschuldet. Hier verbleiben die Risiken vollständig bei Emittent und Gesellschaftern, was sich durch Wegfall der ansonsten an die Banken zu zahlenden Underwriting Fee niederschlägt. Das Verfahren bietet sich an in Phasen hoher Volatilität der Aktienmärkte und in Fällen, wo Bank und Emittent sich nicht über adäquate Emissionsbedingungen einigen können. Während das Verfahren bei der Emission von Anleihen durchaus häufiger zum Einsatz kommt, ist es bei Aktienemissionen eher selten<sup>13</sup>.

Im Risikogehalt zwischen den beiden vorgenannten Methoden liegt die in Deutschland gebräuchlichste Form der sogenannten festen Übernahme. In dem hierbei abzuschließenden Übernahmevertrag verpflichtet sich das vom Federführer vertretene Konsortium zur festen Übernahme der zu platzierenden Aktien und zur sofortigen oder zumindest zeitnahen Zahlung des Gegenwertes, wobei der Übernahmevertrag zwischen Emittent und abgabebereiten Aktionären einerseits und dem Federführer andererseits in Anbetracht der mit der Übernahme verbundenen Risiken erst in einem späten Stadium des Börseneinführungsprozesses unterzeichnet wird, so dass sich das übernommene Platzierungsrisiko i.d.R. auf wenige Tage beschränkt. Eine weitere – regelmäßig dramatische – Reduzierung des Risikos resultiert im Falle der Emission von Aktien aus einer Kapitalerhöhung daraus, dass die Zeichnung durch die Banken zum (rechnerischen) Nennbetrag erfolgt und sich das Konsortium im Übernahmevertrag lediglich zur Abführung des Mehrerlöses verpflichtet.

## **X. Schaffung der zu emittierenden Aktien**

Werden bei einer Emission nicht (nur) bereits bestehende Aktien aus Beständen der Altaktionäre (um-) platziert,<sup>14</sup> so sind diese vor der Platzierung im Wege einer Kapitalerhöhung zu schaffen. Bei einer Kapitalerhöhung wird das Grundkapital heraufgesetzt und so neue Mitgliedschaftsrechte begründet.<sup>15</sup>

Hierbei unterscheidet man die effektive Kapitalerhöhung, bei der der Gesellschaft tatsächlich neues Kapital zugeführt wird, von der nominellen Kapitalerhöhung nach §§ 207 ff. AktG, durch die lediglich vorhandene Rücklagen in Grundkapital umgewandelt werden. Die so geschaffenen neuen Aktien stehen nach § 212 1 AktG den Altaktionären im Verhältnis ihrer Anteile am bisherigen Grundkapital zu. Im Ergebnis kann mit einer solchen schlichten Kapitalumwandlung die Zahl der Aktien einer Gesellschaft erhöht werden,<sup>16</sup> was besonders aus optischen Gründen interessant sein kann, d.h. um die Höhe

<sup>11</sup> Vgl. hierzu auch *H. Schwintowski/F. Schäfer*, S. 958.

<sup>12</sup> *S. Kümpel*, RdNr. 9.23; *M. Pfüller/T. Flatten*, FB 6/2001, S. 388, 391.

<sup>13</sup> *J. Ekkenga/H. Maas*, S. 207.

<sup>14</sup> Vgl. hierzu *U. Bosch/W. Groß*, S. 10/294 ff.

<sup>15</sup> *S. Kümpel*, RdNr. 9.231.

<sup>16</sup> Sogenannter „Aktiensplit“.

des Börsenkurses dem von Vergleichswerten anzupassen.

Im Gegensatz zu einer solchen nominellen Kapitalerhöhung erhält das Unternehmen bei einer effektiven Kapitalerhöhung tatsächlich liquide Mittel. Das Gesetz sieht für diese Art der Kapitalerhöhung drei Formen vor:

- die Kapitalerhöhung gegen Einlagen nach §§ 182 ff. AktG;
- die bedingte Kapitalerhöhung nach §§ 192 ff. AktG;
- das genehmigte Kapital nach §§ 206 ff. AktG und dessen Ausnutzung,

wobei die bedingte Kapitalerhöhung nur zu den in § 192 II Nrn. 1 bis 3 AktG festgelegten Zwecken beschlossen werden darf<sup>17</sup> und für die Vorbereitung der eigentlichen Börseneinführung daher keine Rolle spielt.

Der Beschluss der Hauptversammlung über die Kapitalerhöhung gegen Einlagen bedarf einer qualifizierten Mehrheit von drei Vierteln der abgegebenen Stimmen. Die aus diesem Kapitalerhöhungsbeschluss resultierende Satzungsänderung ist zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden<sup>18</sup>, wobei dieser Beschluss aber nicht mehr als eine Absichtserklärung darstellt.<sup>19</sup> Zum sogenannten Zeichnungsvertrag kommt es erst durch eine im Zeichnungsschein verkörperte<sup>20</sup> schriftliche Erklärung interessierter Anleger, mit der diese der Gesellschaft die Zeichnung einer bestimmten Anzahl von Aktien zu einem festgesetzten Preis anbieten,<sup>21</sup> und der Annahme dieses Angebots durch die Gesellschaft. Der Zeichnungsvertrag begründet die Verpflichtung des Zeichners zur Erbringung der Einlage,<sup>22</sup> wobei die aus diesem Vertrag resultierenden Pflichten unverbindlich werden, wenn die Erhöhung des Grundkapitals nicht zu einem im Zeichnungsschein festgelegten Zeitpunkt im Handelsregister eingetragen ist. Hierfür ist wiederum erforderlich, dass alle neuen Aktien wirksam gezeichnet werden und sämtliche Zeichner den gesetzlichen Mindestbetrag erbringen.<sup>23</sup>

---

<sup>17</sup> Hierzu gehört die Gewährung von Umtausch- oder Bezugsrechten an Gläubiger von Wandelschuldverschreibungen, die Vorbereitung von Unternehmenszusammenschlüssen sowie die Gewährung von Bezugsrechten an Arbeitnehmer.

<sup>18</sup> Näher hierzu A. Cahn, AG 2001, S. 181 ff.

<sup>19</sup> U. Hüffer, § 182 RdNr. 6; M. Lutter in KöKo AktG, § 182 RdNr. 3.

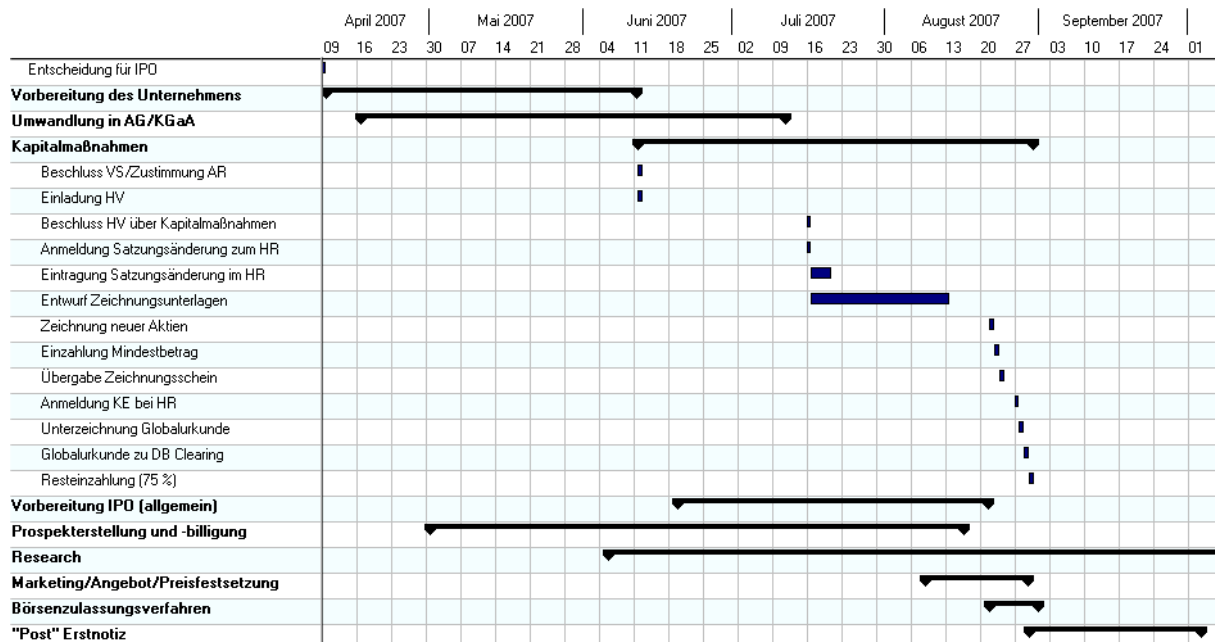
<sup>20</sup> U. Hüffer, § 185 RdNr. 3.

<sup>21</sup> Sogenannte Zeichnung, vgl. hierzu § 185 I AktG.

<sup>22</sup> B. Singhof, S. 33.

<sup>23</sup> Vgl. hierzu § 188 II, 36a I und II AktG. Bei der Barkapitalerhöhung muss demnach mindestens ein Viertel des Nominalbetrags sowie das gesamte Agio einbezahlt werden. Bei Kapitalerhöhungen aus Sacheinlagen ist diese grundsätzlich vollständig vor der Anmeldung zu erbringen.

## Kapitalmaßnahmen



Die Komplexität des vorstehend geschilderten Verfahrens einer Kapitalerhöhung bereitet in der Praxis Schwierigkeiten, was in erster Linie auf zeitliche Zwänge zurückzuführen ist. Diese können zum einen dadurch beseitigt oder zumindest gemildert werden, indem die zu platzierenden Aktien nicht über eine Kapitalerhöhung gegen Einlagen, sondern in Ausnutzung eines genehmigten Kapitals geschaffen werden. Weitere, in der Praxis bewährte und deshalb ebenfalls regelmäßig verwandte Möglichkeiten der Optimierung des Emissionsverfahrens bestehen darin,

- dass die Aktien nicht von den Altaktionären oder einer Vielzahl neuer Investoren übernommen werden, sondern durch eine oder mehrere Banken und
- dass die Übernahme nicht zum späteren Platzierungspreis erfolgt, sondern zum Nominalwert.

Durch die Schaffung eines genehmigten Kapitals können wesentliche zeitraubende Formerfordernisse einer ordentlichen Kapitalerhöhung gegen Einlagen vermieden und die Voraussetzungen für eine spontane Ausgabe neuer Aktien geschaffen werden. Hierzu wird der Vorstand durch die Satzung für einen Zeitraum von höchstens fünf Jahren ermächtigt, das Grundkapital ohne weitere Einbeziehung der Hauptversammlung bis zu einem bestimmten Nennbetrag durch Ausgabe neuer Aktien zu erhöhen. Der Nennbetrag des genehmigten Kapitals ist nach § 202 III AktG auf die Hälfte des Grundkapitals, das zur Zeit der Beschlussfassung der Hauptversammlung eingetragen ist, beschränkt. Der Beschluss der Hauptversammlung über die Schaffung des genehmigten Kapitals stellt eine Satzungsänderung dar, die mindestens einer Mehrheit von drei Vierteln der vertretenen Stimmen bedarf. Über die spätere Aktienausgabe, d.h. die tatsächliche Kapitalerhöhung entscheidet dann nur noch der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats, so dass eine flexible Reaktion auf interne oder marktbezogene Entwicklungen möglich ist.

Vor dem Hintergrund der Schwierigkeiten bei der Zeichnung und Übernahme junger Aktien durch eine Vielzahl von Anlegern werden diese Funktionen bei der rechtstechnischen Durchführung der Kapitalerhöhung im Vorfeld des Börsengangs sowie bei börsennotierten Gesellschaften regelmäßig von Banken bzw. Wertpapierdienstleistern als Bestandteil ihrer Dienstleistungen im Zusammenhang mit einer Aktienemission wahrgenommen, die nach dem Kapitalerhöhungsbeschluss sämtliche neuen Ak-

tionen zeichnen und den gesetzlichen Mindestbetrag leisten.<sup>24</sup> Die Gesellschaft kann sich so auf die reibungslose Abwicklung der Kapitalerhöhung verlassen, statt auf den völlig ungewissen Zeichnungswillen und die Zahlungskraft einer unbestimmten Vielzahl von Personen angewiesen zu sein.<sup>25</sup>

In der Praxis erfolgt die Zeichnung junger Aktien im Vorfeld einer Börseneinführung wie auch bei späteren Kapitalerhöhungen<sup>26</sup> regelmäßig nicht zum vorgesehenen Emissionspreis, sondern in Anpassung an internationale Standards zum Nominalwert ohne Vereinbarung eines Agios. Die übernehmenden Banken verpflichten sich im Rahmen einer im Übernahmevertrag, d.h. nicht im Zeichnungsschein aufgenommenen Mehrerlösabführungsklausel zur Zahlung der Differenz zwischen Nennwert und Emissionspreis an die emittierende Gesellschaft. Dieser Mehrerlös wird der Emittentin nicht bereits bei Übernahme, sondern erst am Abrechnungstag gutgeschrieben, d.h. erst nachdem und soweit die Investoren ihrerseits den Emissionspreis bezahlt haben.

Ein Vorteil dieses zweistufigen Verfahrens ist zum einen in der höheren Flexibilität zu sehen. Von besonderer Bedeutung ist die Zeichnung zum Nennwert auch vor dem Hintergrund der §§ 188 II 1, 36a I AktG, nach denen neben den 25 Prozent des Nominalbetrages auch die Differenz zwischen Nennwert und einem über diesem liegenden Ausgabebetrag vor Anmeldung der Durchführung einzuzahlen ist - und zwar in voller Höhe. Damit müssten die Konsortialbanken bei Übernahme zum Platzierungspreis einen sehr viel höheren Betrag zwischenfinanzieren, was insbesondere bei großen Emissionen gerade bei kleinen Banken zu Problemen in Hinblick auf die Einhaltung der Eigenkapitalgrundsätze oder auch zur Verpflichtung der Aufstockung der Mindestreserve führen kann.

## **XI. Privatplatzierung und öffentliches Angebot**

Die Platzierung von Aktien beim Anleger kann sowohl im Wege der Privatplatzierung als auch durch ein öffentliches Angebot erfolgen. Bei der Abgrenzung ist nicht auf die (beabsichtigte) Börsennotierung der Aktien abzustellen, sondern auf die Form der Ansprache der potenziellen Investoren, deren Zahl und Auswahl sowie ihre Qualifikation. Die Ansprache erfolgt bei der Privatplatzierung nicht öffentlich und anonym, sondern zielgerichtet und direkt bei einem eng begrenzten Kreis von Anlegern, die den Verkäufern bzw. den in ihrem Auftrag handelnden Plazeuren bekannt sind. Der wesentliche Vorteil der Privatplatzierung ist in der – schon wegen der nicht bestehenden Prospektspflicht – geringeren Kostenbelastung des Emittenten sowie der höheren Flexibilität und schnelleren Durchführbarkeit der Platzierung zu sehen. Zwar erwarten Investoren auch bei Privatplatzierungen ein Mindestmaß an Informationen, diese entsprechen aber vom Umfang her bei weitem nicht den Anforderungen eines Wertpapierprospekts.

Der wichtigste Nachteil der Privatplatzierung besteht in der geringeren Publizität, was durch die Konzentration auf die Kapitalkraft und Investitionswilligkeit weniger Investoren den erzielbaren Absatzserfolg von vornherein begrenzt und dazu führt, dass diese Absatzform in ihrer Reinform in der Regel nur bei kleinen Emissionen verwandt wird. Häufiger werden Privatplatzierungen bei international ausgerichteten Emissionen in einigen Ländern wie den USA ergänzend zu öffentlichen Platzierungen im Heimatmarkt und anderen wichtigen Absatzmärkten herangezogen, um dort ohne besonderen zusätzlichen Aufwand und ohne Auslösung der dortigen Prospektspflicht Aktien an eine beschränkte Zahl qualifizierter Investoren zu verkaufen oder auch um die Aufnahmefähigkeit des Marktes zu testen.

Im Zusammenhang mit Börseneinführungen deutscher Unternehmen spielen reine Privatplatzierungen nur eine geringe Rolle. Ihre Bedeutung beschränkt sich im Wesentlichen auf die Übernahme von Gesellschaftsanteilen mehr oder weniger lange vor der Beantragung der Zulassung zur Börse. Bei der überwiegenden Zahl der Emissionen findet die Platzierung vielmehr öffentlich statt.

---

<sup>24</sup> §§ 185, 188 AktG.

<sup>25</sup> Eingehend hierzu *Y. Schnorbus*, AG 2004, S. 113 ff.

<sup>26</sup> Und zwar unabhängig davon, ob bei diesen das Bezugsrecht der Altaktionäre ausgeschlossen ist oder nicht. Vgl. *A. Herfs* in *M. Habersack/P. Mülbart/M. Schlitt* (Hrsg.), § 4 RdNr. 64.

## **XII. Research Reports und Investor Education**

Erster Schritt des eigentlichen Platzierungsprozesses im Sinne einer Ansprache potentieller Investoren ist die Diskussion von Eckpunkten des Unternehmens und einer möglichen Emission mit einigen großen institutionellen Anlegern. Im Rahmen dieses sogenannten Pre-Pre-Marketings oder Pilot Fishings versuchen Mitarbeiter der Salesabteilung des Konsortialführers auf einer wenig detaillierten Basis und ohne Bewertung des Unternehmens oder seiner Aktie, herauszufinden, ob und inwieweit die Equity Story bei Investoren auf grundsätzliches Interesse stößt. Hierdurch erhalten Emittent und potentieller Konsortialführer eine erste, weitgehend neutrale Einschätzung hinsichtlich der Platzierbarkeit der Aktie und die Gelegenheit, Verbesserungen bei der Positionierung des Unternehmens zu bewirken.

Im Falle eines positiven Feedbacks werden in einem nächsten Schritt die Analysten der für das Konsortium vorgesehenen Banken zu einem sogenannten Analysten-Meeting eingeladen, bei dem das Management des Unternehmens dieses und sein Geschäftsmodell erläutert. Auch wenn diese Präsentationen höchst detailliert sind, erhalten die Analysten (wie auch die Mitarbeiter der Sales Abteilungen der Konsortialbanken) im Gegensatz zu den Bankern aus den Corporate Finance- und Equity Capital Markets-Abteilungen heute nicht mehr die Planungsrechnungen des Unternehmens, da diese aus Vorsichtsgründen regelmäßig nicht in den Prospekt einfließen und eine solche Information daher nicht mit § 15 IV WpPG oder dem Kapitalmarktrecht anderer Staaten vereinbar wäre. Insoweit besteht zwischen Corporate Finance/Equity Capital Markets einerseits und Research/Sales andererseits ein strikter Chinese Wall.

Nach Fertigstellung der Unternehmensanalysen durch die Analysten der (konsortialführenden) Banken erfolgt regelmäßig die Bekanntgabe der Transaktion mit ihrem Zeitplan, allerdings noch ohne Nennung einer Preisspanne. Im gleichen Zeitraum werden die Mitarbeiter der Sales Abteilungen der Konsortialbanken durch die jeweiligen Analysten hinsichtlich der Equity Story und der wichtigsten Verkaufsargumente für die jeweilige Aktie „gebrieft“. Diese wiederum arrangieren Meetings mit den wichtigsten Fondsmanagern und Buy Side-Analysten. Im Rahmen dieser Pre-Marketing-Phase haben sie die Gelegenheit, die Argumente für und wider ein Investment mit den Analysten und Vertretern der Sales-Abteilungen, nicht aber mit den Vertretern der Gesellschaft zu diskutieren. Am Ende des Dialogs werden die Investoren regelmäßig um ihr sogenanntes Pre-Marketing-Feedback gebeten, das wiederum von wesentlicher Bedeutung für die Festlegung der Preisspanne ist. Außerdem ermöglicht es dem Management eine detaillierte Vorbereitung auf alle Fragen der Investoren und anderer Dritter im Rahmen der Roadshow.

## **XIII. Marketing und Investor Relations**

Bei einer Börseneinführung, aber auch bei späteren Kapitalerhöhungen befinden sich die Gesellschaft und die Altaktionäre im globalen Wettbewerb um Kapital, in dem sie sich nur behaupten werden, wenn das Unternehmen und sein Management bei potentiellen Geldgebern ein ebenso positives wie klares Profil haben. Der Erfolg und die Optimierung des Emissionserlöses sind daher ganz wesentlich von der vorbereitenden und begleitenden Vermarktungs- und Publizitätskampagne abhängig. Dies gilt ganz besonders im Falle einer öffentlichen Platzierung.

Zur übergeordneten Leitlinie bei allen Marketingaktivitäten beim Börsengang wie bei den späteren Investor Relations-Tätigkeiten gehören Aufrichtigkeit, Verlässlichkeit und Konsistenz. Überraschungen insbesondere negativer Art sollten unbedingt vermieden werden – Berechenbarkeit ist Trumpf. Auch in schwierigen Phasen gilt es, mit Investoren in Kontakt zu bleiben, ja diesen über Telefonkonferenzen und Roadshows geradezu zu suchen.

Die Börseneinführung ist deshalb frühzeitig und umfassend in Abstimmung mit der begleitenden Bank und unter Einschaltung hierauf spezialisierter Marketingagenturen durch eine gezielte Werbekampagne vorzubereiten, um das Interesse potenzieller Investoren zu wecken. Umfang und Inhalt der hier zu

wählenden Maßnahmen sind sehr stark von den Umständen des Einzelfalls abhängig, wobei dem Emissionsvolumen bzw. der Höhe des angestrebten Emissionserlöses und dem geographischen Fokus der Platzierung besondere Bedeutung zukommt. Gleichermäßen bedeutsam ist, ob die Emission in erster Linie bei Privatanlegern oder bei institutionellen Anlegern wie Versicherungen und Pensionsfonds platziert wird.

Die vorstehend skizzierten Marketingmaßnahmen werden hinsichtlich der Retail Investoren insbesondere durch deren gezielte Ansprache über die jeweils depotführende Konsortialbank ergänzt. Demgegenüber ist im Rahmen der Platzierung bei institutionellen Investoren die sogenannte Roadshow das wichtigste Vermarktungsinstrument, insbesondere im angelsächsisch geprägten Ausland. Hierbei handelt es sich um eine Vielzahl von Präsentationen in Städten wie Frankfurt, München, Edinburgh, London, Paris und Mailand, gegebenenfalls auch New York und Boston innerhalb eines Zeitraums von ein bis zwei Wochen<sup>27</sup> im Anschluss an die Veröffentlichung des Angebots, durch die institutionelle Anleger vom Topmanagement der Gesellschaft, d.h. regelmäßig dem Vorstandsvorsitzenden bzw. –sprecher und dem Finanzvorstand über das Unternehmen mit seiner wirtschaftlichen Entwicklung und Zukunftsstrategie informiert und vom Kurspotenzial der Aktie überzeugt werden sollen.

#### **XIV. Platzierung und Anleger**

Bereits im Vorfeld der Emission ist zusammen mit der konsortialführenden Bank zu entscheiden, wo und bei welchen Investoren die Emission platziert werden soll. Diese Entscheidung hat wiederum nicht nur Auswirkungen auf die Wahl der einzelnen Marketinginstrumente, sondern insbesondere auch auf die Zusammensetzung des restlichen Konsortiums, da Banken in unterschiedlichem Ausmaß Zugang zu den diversen Investorenkreisen haben. So zeichnen sich manche (Privat-) Banken durch eine besondere Platzierungskraft bei wohlhabenden Individuen aus, wohingegen andere über ein großes Filialnetz oder Netz assoziierter Banken verfügen, in dem eine Vielzahl kleinerer Aktienpakete platziert werden kann. Andere Kreditinstitute, insbesondere ausländische Investmentbanken, verfügen wiederum über eine besondere Platzierungskraft bei institutionellen Investoren.

Bei diesen Überlegungen ist davon auszugehen, dass institutionelle Anleger oftmals mehr Mitspracherechte beanspruchen als Privatinvestoren und aufgrund ihrer relativ höheren Beteiligung häufig auch in der Lage sind, diesen Anspruch durchzusetzen. Besonders Hedgefonds versuchen regelmäßig, auch ohne wirklich große Aktienpakete massiven Einfluss auf das Management zu nehmen. Im Gegensatz zu diesen sind andere institutionelle Investoren oftmals langfristig orientiert und tendieren auch weniger dazu, die Aktien nach kurzfristigen Gewinnen wieder in den Markt zu geben. Insofern lässt sich mit der Platzierung bei Institutionellen häufig eine gewisse Stabilität erreichen.

#### **XV. Preisfindung und Zuteilung**

Der wohl wesentlichste Faktor für den Erfolg der Platzierung von Aktien ist die Festsetzung des richtigen Emissionspreises. Dieser basiert zwar zumindest bei der erstmaligen Einführung einer Aktie immer und ganz wesentlich auf einer fundamentalen Unternehmensanalyse und –bewertung. Bei der tatsächlichen Festsetzung des Preises kommen aber regelmäßig strategische Überlegungen hinzu, um den Kauf der Aktie für den Investor attraktiv zu gestalten.

Für die Preisfindung selbst sind besonders zwei Ansätze wesentlich, das Festpreis- und das Bookbuilding-Verfahren. Letzteres hat in den vergangenen Jahren mit der verstärkten Internationalisierung und Professionalisierung des Emissionsgeschehens nach angelsächsischem Vorbild auch in

---

<sup>27</sup> Die tatsächliche Bestimmung der Städte/Stationen und damit auch die Dauer der Roadshow hängen in erster Linie vom Volumen der Emission, dem Feedback nach dem Investor Education, den angestrebten Zielgruppen auf Seite der Investoren und dem geographischen Fokus der Platzierung ab. Neben den genannten Städten kommen bei wirklich großen Emissionen u.U. noch Präsentationen in Fernost hinzu.

Deutschland maßgebliche Bedeutung erlangt und das Festpreisverfahren weitestgehend verdrängt.

## 1) Festpreismodell

Beim Festpreisverfahren bietet das Konsortium die Aktien dem Publikum zu einem vorgegebenen festen Preis an, der auf der Basis einer Unternehmensanalyse und –bewertung unter Berücksichtigung der Börsenbewertung vergleichbarer Gesellschaften und der allgemeinen Marktlage zwischen Banken und Emittent bzw. Altaktionären festgesetzt wurde.

Wenngleich in diesem Zusammenhang der Konsortialführer oder auch andere fürs Konsortium vorgehene Banken gelegentlich Vorgespräche mit einigen wichtigen Investoren über die Attraktivität der Aktie und einen angemessenen Preis bzw. ein angemessenes Kurs-/Gewinn-Verhältnis führen, kommt der Markt regelmäßig erst nach der Festsetzung des Emissionspreises zum Zuge. Da die tatsächliche Nachfrage und Einschätzung der Aktie durch die Investoren bei dieser Methode somit nicht richtig erfasst werden, bleiben sie im Wesentlichen unberücksichtigt, was zu Fehleinschätzungen der Banken bei der Preisfestsetzung führen kann.<sup>28</sup>

Im Falle der festen Übernahme hat das Festpreisverfahren für den Emittenten bzw. die abgebenden Aktionäre den Vorteil der frühzeitigen Kenntnis des konkreten Emissionserlöses. Dabei trägt das Konsortium aber das volle Risiko und wird bei der Übernahme im Interesse der eigenen Absicherung regelmäßig zu einem Abschlag vom eigentlich für angemessen gehaltenen Kurs tendieren. Erfolgt die Übernahme im Innenverhältnis nicht auf Basis eines Festpreises, so reduziert sich das Risiko der Banken darauf, dass die Emission ein Erfolg wird, umfasst aber nicht die Differenz zwischen Einstands- und Verkaufspreis.

Aufgrund des hohen Risikos, nicht den „richtigen“ Emissionspreis festzusetzen, ist bei diesem Preisfindungsmechanismus für den Emittenten bzw. die Altaktionäre eine Maximierung des Emissionserlöses kaum möglich. Nicht möglich ist auch eine flexible Reaktion auf Veränderungen der Marktverhältnisse.

Als Folge dieser Nachteile wurde das Festpreisverfahren bei IPO's mittlerweile nahezu vollständig vom Bookbuilding-Verfahren abgelöst. Demgegenüber war es bei der Platzierung von Aktien aus Kapitalerhöhungen deutscher bereits notierter Unternehmen, bei denen das Bezugsrecht der Altaktionäre nach § 186 I 1 AktG nicht ausgeschlossen wurde, auch nach Etablierung des Bookbuilding-Verfahrens im Rahmen von IPO's lange Zeit die einzig praktizierte Methode zur Festsetzung des Bezugspreises für die jungen Aktien.

## 2) Bookbuilding

Vor dem Hintergrund der vorgenannten Probleme des Festpreisverfahrens hat sich nunmehr auch bei der Platzierung von Aktien deutscher Emittenten im Zusammenhang mit deren Börseneinführung, bei Umplatzierungen von Paketen sowie Kapitalerhöhungen das Bookbuilding-Verfahren durchgesetzt. Während dessen Einsatz bei Kapitalerhöhungen zunächst wie vorstehend skizziert auf solche beschränkt war, die unter Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre stattfinden, ist seit der Neufassung von § 186 II AktG auch die Verwendung bei Bezugsemissionen möglich. Das Festpreisverfahren wurde so weitgehend verdrängt und wird fast nur noch bei Kapitalerhöhungen mit Bezugsrecht und kleinen Platzierungen angewandt, bei denen die Aktien in erster Linie bei Privatinvestoren untergebracht werden sollen und institutionelle Anleger keine Rolle spielen.

Wesentlicher Unterschied des Bookbuilding-Verfahrens zum Festpreisverfahren ist in erster Linie die Einbeziehung der Investoren in den Preisfindungsprozess und dessen enge Verzahnung mit den Mar-

---

<sup>28</sup> U. Bosch/W. Groß, S. 10/261.



ketingaktivitäten.<sup>29</sup> Dabei wird wie beim Festpreisverfahren unter besonderer Berücksichtigung vergleichbarer Börsenwerte im Falle einer Börseneinführung zunächst eine Unternehmensbewertung erstellt, während bei Umplatzierungen und Kapitalerhöhungen unter Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre eine bereits bestehende Börsennotierung, d.h. der aktuelle Kurs maßgebliches Gewicht hat. Hiermit verbunden ist die Erstellung von Unternehmensanalysen durch die Research-Abteilungen der Konsortialbanken. Nach der Fertigstellung der Analysen, aber noch vor Veröffentlichung des eigentlichen Angebots werden vom Konsortialführer und - je nach Volumen der Emission auch - von den übrigen Konsortialbanken im Rahmen einer sogenannten Pre-Marketing-Phase wichtige institutionelle Anleger angesprochen, die dann auf Basis der Unternehmensanalysen der Banken und ihrer eigenen Bewertungen ihre Preiseinschätzungen abgeben. Diese wiederum bilden die Grundlage für eine Preisspanne von 10 bis 20 Prozent, die die Konsortialführung im klassischen Modell des Bookbuildings vor Beginn der Roadshow in die Aufforderung zur Zeichnung aufnimmt.

Diesem interaktiven Prozess mit institutionellen Marktteilnehmern folgen in einer zweiten Phase<sup>30</sup> die Präsentationsveranstaltungen der Roadshow, in deren Anschluss Investoren Gelegenheit haben, während der sogenannten Bookbuilding-Periode bei den Konsortialbanken Gebote innerhalb der vorgegebenen Preisspanne abzugeben. Die Dauer der Bookbuilding-Phase beträgt zwischen zwei und zehn Arbeitstagen.<sup>31</sup> Sie variiert in Abhängigkeit von der Höhe des Emissionsvolumens und der Frage, ob nur im Heimatmarkt des Emittenten platziert wird oder auf internationaler Ebene.

Die bei den Konsortialbanken eingegangenen Aufträge werden von diesen während der Bookbuilding-Periode täglich dem Konsortialführer gemeldet, der die Funktion des Bookrunners wahrnimmt und die Auftragslage unter Berücksichtigung der Mengen- und Preisvorstellungen in einem EDV-gestützten Orderbuch zentral erfasst. Ab einer bestimmten Größenordnung des Auftrags umfasst die Meldung auch bestimmte investorspezifische Angaben, die dem Bookrunner eine Einschätzung der „Qualität“ des Anlegers erlauben und bei der späteren Zuteilung der Aktien berücksichtigt werden.

Im Gegensatz zu dem vorstehend skizzierten klassischen Verfahren und dem verkürzten Accelerated Bookbuilding wird beim sogenannten Decoupled Bookbuilding<sup>32</sup>-Verfahren die Preisspanne erst am Ende der Roadshow gesetzt<sup>33</sup>. Das Verfahren und seine Preisfestsetzung gelten als marktnäher als das klassische, da die Risikoperiode eines IPO's, in dem die Preisspanne zu Beginn der Roadshow gesetzt wird, von eineinhalb bis 2 Wochen auf etwa drei Tage verkürzt und das Timing des eigentlichen Angebots flexibilisiert wird. Der Vorteil kommt insbesondere in volatilen oder ansonsten schwierigen Marktphasen zum Tragen und erspart auch die immer unerfreuliche Veränderung der Preisspanne.

Nach Abschluss der Bookbuilding-Periode erfolgt in einer dritten Phase die Festsetzung des Emissionspreises auf der Basis einer Analyse des Orderbuchs, d.h. der vorliegenden Kaufaufträge. Dabei geht es zwar in erster Linie um Festsetzung des höchsten Preises innerhalb der Preisspanne, zu dem die Gesamtemission platziert werden kann. Unter platzierungsstrategischen Aspekten wird hier regelmäßig aber ein etwas niedrigerer Preis gewählt, wenn hierdurch eine Überzeichnung<sup>34</sup> und eine besse-

---

<sup>29</sup> Näher zum Ablauf des Verfahrens vgl. *M. Willamowski*, S. 55 ff.

<sup>30</sup> Die hierin stattfindenden Aktivitäten stellen ein öffentliches Angebot i.S.d. § 3 I 1 WpPG dar. Sie dürfen daher nicht vor Veröffentlichung des Wertpapierprospektes und Ablauf der in § 14 I 1 WpPG bestimmten Wartezeit stattfinden. *J. Ekkenga/H. Maas*, S. 93.

<sup>31</sup> In Ausnahmefällen, d.h. insbesondere bei schwierigen Marktverhältnissen, kann die Bookbuilding-Periode auch auf ein bis drei Tage begrenzt werden. Sogenanntes „accelerated bookbuilding“.

<sup>32</sup> Der Prozess wurde als „decoupled“ getauft, da das Angebot je nach Marktlage losgelöst ist von der Roadshow des Managements. Näher hierzu vgl. auch *M. Weiser*, FB 2006, S. 385 ff.

<sup>33</sup> Da das WpPG die Aufnahme der Preisspanne in den Prospekt nicht vorschreibt, wird der Prospekt zunächst ohne Angabe der Preisspanne gebilligt und veröffentlicht. Erst nach Durchführung der Roadshow erfolgt die Bekanntgabe der Preisspanne mit dem eigentlichen Angebot. Der endgültige Preis wird regelmäßig in Form einer Ad-hoc-Mitteilung bekannt gegeben.

<sup>34</sup> Ziel ist eine mindestens 1,5 bis 2-fache, besser noch höhere Überzeichnung, da eine solche zum einen im Markt als Platzierungserfolg angesehen wird. Zum anderen, und dies ist noch wichtiger, erhofft man sich dabei,

re Streuung und Berücksichtigung strategischer Investoren erzielt werden kann. Die danach erfolgende Zuteilung der Aktien an die Konsortialbanken basiert auf dem Preis, dem Volumen und der Qualität der von ihnen jeweils vermittelten Kaufaufträge, was nicht unbedingt dem Volumen entsprechen muss, zu dessen Übernahme eine Bank sich im Übernahmevertrag verpflichtet hat.

Das Bookbuilding-Verfahren stellt in Hinblick auf die umfangreichen Marketingaktivitäten deutlich höhere Anforderungen an den Emittenten und die Banken. Dafür führt die marktorientierte Preisgestaltung durch Einbeziehung der Investoren in den Preisfindungsprozess regelmäßig zu einer Maximierung des Emissionserlöses bei gleichzeitiger Senkung des Platzierungsrisikos für Emittent und Konsortium. Gegenüber dem Festpreisverfahren bietet das Bookbuilding - insbesondere in Verbindung mit einem Greenshoe - ein höheres Maß an Flexibilität in der Strukturierung, das die Erzeugung eines Nachfrageüberhangs möglich macht, der wiederum eine stabilere Aktienkursentwicklung erwarten lässt. Die Transparenz der Nachfrage und die Kontrolle des Zuteilungsverfahrens erlaubt die Einflussnahme auf die Aktionärsstruktur, d.h. auch die bevorzugte Berücksichtigung von langfristig orientierten Investoren, was positive Auswirkungen auf die Stabilität des Aktienkurses haben sollte.

Für Emittent und Altaktionäre mag von Nachteil sein, dass der ihnen zufließende Emissionserlös bis zur Festsetzung des Emissionspreises nicht genau bekannt ist, sondern - zumindest im Falle der üblichen Übernahmegarantie der Banken am unteren Ende der Preisspanne - lediglich der Mindesterlös. Dies sollte vor dem Hintergrund der geschilderten Vorteile aber akzeptabel sein, insbesondere wenn sich die Preisspanne im üblichen Rahmen von 10 bis 20 Prozent bewegt. Im Übrigen hat der Emittent durch die vergleichsweise umfangreichen Marketingaktivitäten bessere Chancen als im Festpreisverfahren, das Unternehmen und seine Aussichten in einem positiven Licht erscheinen zu lassen und so den Preisfindungsprozess zu beeinflussen. Institutionelle Investoren begrüßen die Möglichkeit, während der Präsentationen oder gar One-on-One Treffen anlässlich der Roadshow persönlichen Kontakt mit dem Management zu haben und während der Pre-Marketing-Phase sowie bei der Abgabe der Kaufaufträge den Preis beeinflussen zu können. Privaten Anlegern kommt die Einbeziehung des Marktes in den Preisfindungsprozess grundsätzlich zwar auch zugute, sie werden aber durch die bevorzugte Behandlung der institutionellen Investoren oftmals benachteiligt.

### **3) Zuteilung**

Mit der Zuteilung der Aktien an die Investoren kommt der rechtsverbindliche Kaufvertrag zwischen Investor und Konsortium, das die Aktien gezeichnet oder übernommen hat, zustande. Die Zuteilung ist demnach als Annahme des Angebots des jeweiligen Investors zu sehen, das dieser auf die Aufforderung der Konsortialbanken zur Zeichnung von Aktien abgibt.

## **XVI. Kurspflege vs. Marktmanipulation**

Vor dem Hintergrund eines fehlenden Börsenkurses ist die Preisfestsetzung im Rahmen eines Börsengangs immer mit einem besonders hohen Grad an Unsicherheit behaftet. Kurspflege- oder -stabilisierungsmaßnahmen dienen in dieser Situation der Kursstützung sowie der Verhinderung allzu krasser Kursausschläge, die ihre Ursache nicht unbedingt in der aktuellen Geschäftslage des Emittenten haben, sondern z.B. dadurch entstehen können, dass Erstinvestoren die ihnen zugeteilten Aktien in größerem Umfang auf den Markt werfen bzw. Anleger, die bei der Zuteilung nicht voll befriedigt wurden, über den Markt ihre Bestände aufzustocken versuchen und es so zu einer - weder vom Emittenten noch dem Konsortium - gewünschten hohen Volatilität kommen würde. Ziel ist die Herstellung

---

dass die in ihren Zeichnungswünschen nicht voll berücksichtigten (insbesondere institutionellen) Anleger nach Notierungsaufnahme im Markt Aktien nachkaufen und so zu einer stabilen Kursentwicklung beitragen. Werden demgegenüber lediglich um die 100 Prozent des Emissionsvolumens platziert, so hat dies in der Praxis unweigerlich (deutliche) Kursrückgänge zur Folge.

oder Förderung des Marktgleichgewichts verbunden mit einer Glättung einer andernfalls deutlich unregelmäßigeren Kursentwicklung im Interesse einer Aufrechterhaltung des Vertrauens auf Seiten der Investoren.

## 1) Rechtsgrundlage

Die rechtliche Basis von Kursstabilisierungsmaßnahmen in Deutschland hat in den letzten Jahren eine umfassende Neuregelung erfahren, nachdem dieser Bereich des Kapitalmarkts hier zuvor in erster Linie von Marktusancen und internationalen Standards geprägt war. Primäre Rechtsgrundlage auf nationaler Ebene ist § 20a WpHG, nach dessen Abs. I 1 Nr. es verboten ist, „Geschäfte vorzunehmen oder Kauf- oder Verkaufsaufträge zu erteilen, die geeignet sind, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen“, wie dies als Folge von Kursstabilisierungsmaßnahmen der Fall sein kann.<sup>35</sup>

Das Verbot gilt nicht, wenn die Handlung mit der zulässigen Marktpraxis vereinbar ist und der Handelnde hierfür legitime Gründe hat. Als zulässige Marktpraxis gelten nur solche Gepflogenheiten, die auf dem jeweiligen Markt nach vernünftigem Ermessen erwartet werden können und von der BaFin als zulässige Marktpraxis im Sinne dieser Vorschrift anerkannt werden.<sup>36</sup> Stabilisierungsmaßnahmen sind nach Art. 7 ff. der Richtlinie 2003/6/EG vom allgemeinen Verbot freigestellt, wenn sie gewissen Vorgaben entsprechen. Diese beinhalten

- neben dem **absoluten Verbot von Stabilisierungsmaßnahmen zu einem höheren Kurs** als dem Emissionskurs
- Vorgaben für den **Zeitraum**, in dem solche Maßnahmen ausgeführt werden dürfen, sowie
- Verpflichtungen hinsichtlich deren **Bekanntgabe und Meldung**.<sup>37</sup>

Im Ergebnis fallen Stabilisierungsmaßnahmen durch den Emittenten selbst oder dessen Großaktionäre wegen der impliziten Interessenkonflikte nicht unter die Safe Harbour-Bestimmung der EU-AusnahmeVO 2273/2003. Voraussetzung ist vielmehr, dass sie von Wertpapierhäusern oder Kreditinstituten durchgeführt werden, die als Mitglied des Konsortiums an der Übernahme oder Platzierung der betroffenen Papiere beteiligt sind und öffentlich als Stabilisierungsmanager benannt werden. Die Privilegierung von Stabilisierungsmaßnahmen ist im Regelfall auf einen Zeitraum von 30 Kalendertagen befristet, womit eine Stützung des Kurses gegen den Trend über einen längeren Zeitraum ausgeschlossen ist. Darüber hinaus sind für den Fall der Durchführung von Stabilisierungsmaßnahmen Publikationspflichten vorgesehen.

## 2) Greenshoe

Mit der zunehmenden Internationalisierung des Emissionsgeschäfts hat sich im deutschen Kapitalmarkt neben dem Bookbuilding-Verfahren auch der „Greenshoe“<sup>38</sup> durchgesetzt, der mittlerweile in der absoluten Mehrzahl der Neuemissionen und Kapitalerhöhungen einbezogen wird. Hierbei handelt es sich um eine Emissionstechnik, die neben einem Kassageschäft in Form einer Mehrzuteilung eine

---

<sup>35</sup> Als Ausnahme von dem aus § 20a WpHG resultierenden, zunächst sehr weitreichenden Verbot der Kurs- und Marktmanipulation stellt der Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen sowie Stabilisierungsmaßnahmen nach § 20a III WpHG in keinem Fall einen Verstoß gegen die vorgenannten Verbote dar, wenn und soweit diese nach Maßgabe der Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 erfolgen.

<sup>36</sup> § 20a II WpHG. Eine Marktpraxis ist nach § 20a II 3 WpHG nicht bereits deshalb unzulässig, weil sie zuvor nicht ausdrücklich anerkannt wurde. Wenngleich es damit nicht darauf ankommt, ob die Anerkennung einer Stabilisierungsmaßnahme als zulässige Marktpraxis vor oder nach ihrer tatsächlichen Durchführung erfolgt ist oder nicht, ist der Risikogehalt für den Handelnden naturgemäß deutlich anders.

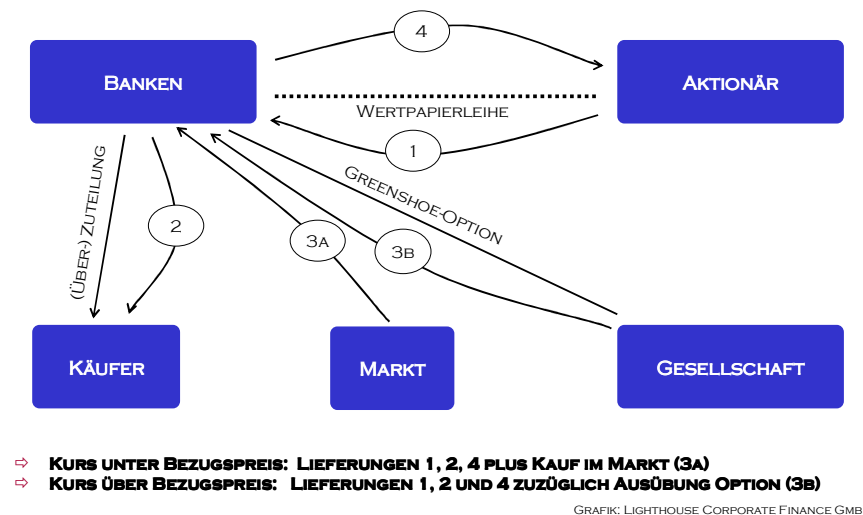
<sup>37</sup> Näher hierzu *Schanz*, S. 356 ff.

<sup>38</sup> Die Emissionstechnik hat ihren Namen von der Greenshoe Manufacturing Co., Boston, bei deren IPO sie 1924 in Ergänzung zum Bookbuilding-Verfahren erstmals eingesetzt wurde.

Kaufoption umfasst, die dem Konsortialführer vom Emittenten oder von Altaktionären eingeräumt wird. Diese berechtigt die Bank, während einer festgesetzten Frist nach Zuteilung der Aktien weitere Aktien der Gesellschaft zum Emissionspreis der Aktien der Haupttranche zu erwerben. Die übliche Laufzeit einer solchen Option ist durch die EU-AusnahmeVO 2273/2003 auf 30 Kalendertage beschränkt. Das vom Optionsrecht erfasste Volumen wird regelmäßig in einer Größenordnung von zehn bis fünfzehn Prozent<sup>39</sup> der Haupttranche festgesetzt.

Ausgangspunkt der Überlegungen beim Einsatz eines Greenshoe ist die Feststellung, dass nach der Platzierung von Aktien sowohl das emittierende Unternehmen als auch die Aktionäre und Banken ein pekuniär und in der Reputation begründetes Interesse daran haben, dass der Kurs der Aktie nicht unter den Emissionskurs fällt, sondern eher steigt. Dies kann aber auch bei einer noch so sorgfältig durchgeführten Unternehmensbewertung und Emissionspreisfindung schon aufgrund der natürlichen Volatilität der Märkte nicht mit Sicherheit gewährleistet werden. Ebenso wenig kann sichergestellt werden, dass die im Bookbuilding-Verfahren als langfristig orientiert angesehenen und demnach bei der Zuteilung bevorzugt bedachten Anleger oder auch andere Investoren Aktien nicht wenige Tage nach Zuteilung wieder auf den Markt werfen.

STILLHALTER: GESELLSCHAFT



Um dem vorzubeugen, teilt das Konsortium nach Festsetzung des Emissionspreises in Absprache mit dem Emittenten und/oder dessen Altaktionären den Investoren gezielt mehr Aktien zu (2), als tatsächlich zur Emission vorgesehen sind. D.h. die Banken verkaufen mehr Aktien, als sie selbst im Besitz haben. Da sie die verkauften Aktien im Regelfall sofort liefern müssen, entsteht in ihren Depots eine Unterdeckung, die sie zunächst einmal durch eine Wertpapierleihe (1) überbrücken können.<sup>40</sup> Alternativ hierzu können sie im Zusammenhang mit der Zuteilung mit einigen institutionellen Investoren vereinbaren, dass die diesen zugeteilten Aktien nicht wie den anderen Käufern sofort, sondern erst nach einigen Wochen geliefert werden sollen, was für diese im Ergebnis irrelevant ist, da sie sowieso an

<sup>39</sup> Bei der Einführung der Bechstein AG in den Freiverkehr im Jahr 1997 war der Greenshoe fast ebenso groß wie die zugegebenermaßen sehr kleine Haupttranche von ca. DM 5 Mio. Bei einem Greenshoe, der eine solche relative Größenordnung erreicht, ist ungeachtet der Tatsache, dass dies heute nach Art. 11 lit. d) EU-AusnahmeVO 2273/2003 ohnehin nicht mehr zulässig wäre, eine gewisse Skepsis angebracht, da hier die Altaktionäre unter dem Deckmantel moderner Emissionsinstrumente Kasse machen könnten.

<sup>40</sup> C. Trapp, AG 1997, S. 115, 121. Der Vertrag über die Wertpapierleihe kann zum einen mit institutionellen Marktteilnehmern wie Banken, Pensionsfonds oder Versicherungen abgeschlossen werden, zum anderen aber auch mit den Altaktionären, die den Greenshoe zeichnen und somit ohnehin abgabebereit sind.

eine längerfristigen Investment interessiert sind.<sup>41</sup>

Ihre Verpflichtungen aus der Wertpapierleihe bzw. der Vereinbarung des Deferred Settlements, d.h. der erst späteren Lieferung, können die Banken später dadurch erfüllen, dass sie Aktien im Markt kaufen (3) oder aber den Stillhalter der Greenshoe-Option, also den Emittenten<sup>42</sup> oder die Altaktionäre (4a), in Anspruch nehmen. Dabei werden die Banken sich für den Kauf der Aktien im Markt entschließen (3a), wenn und soweit der Kurs der Aktie unter dem Emissionskurs und damit auch unter dem Bezugskurs aus der Option liegt.<sup>43</sup> Der Kauf im Markt, den die Banken zur Erfüllung ihrer Verpflichtungen aus der Wertpapierleihe durchführen, hat kursstabilisierende Auswirkungen, was genau der Intention des Greenshoe entspricht.

Ist der Börsenkurs in der Zwischenzeit aber gestiegen, so ist das Konsortium in gleicher Weise aus dem Wertpapierleihvertrag oder der Vereinbarung über die spätere Zuteilung der zugeteilten Aktien verpflichtet, könnte diese ohne Greenshoe-Option aber nur mit Verlust über die Börse kaufen um dann vereinbarungsgemäß zu liefern. In diesem Fall werden die Banken die Aktien durch Ausübung der Greenshoe-Option zum vereinbarten (Ausübungs-)Preis, d.h. dem ursprünglichen Emissionskurs außerhalb der Börse und damit ohne weiter kurstreibende Wirkung, die hier ohnehin nicht mehr nötig ist, beziehen<sup>44</sup> (3b) bzw., falls die Greenshoe-Option auch vom Verleiher der Aktien „geschrieben“ wurde, den Lieferanspruch aus der Option mit dem aus dem Wertpapierleihvertrag aufrechnen.

Neben der vorstehend umschriebenen Einsatzmöglichkeit des Greenshoe zur Stabilisierung des Kurses kann dieser auch eingesetzt werden, um in Anpassung an die tatsächlich bestehende Nachfrage flexibel Aktien zu platzieren. Den Altaktionären ermöglicht diese Flexibilität somit u.U. auch den Absatz solcher Aktien, die sie ansonsten aus Vorsichtsgründen zunächst einmal noch im Bestand gehalten hätten. Ist der Emittent Stillhalter des Greenshoe, so wird ihm dementsprechend so die Aufnahme eines höheren Betrages ermöglicht.

## **XVII. Marktpflege und Designated Sponsoring**

Die Marktpflege im Sinne einer Versorgung der Märkte mit Liquidität durch das jederzeitige Stellen von Geld- und Briefkursen wird von sogenannten Designated Sponsors übernommen, d.h. von zum Börsenhandel zugelassenen Unternehmen, die auf ihren Antrag von der Geschäftsführung der FWB als Designated Sponsor zugelassen wurden und so nach §§ 23 III, 23b BörsO FWB gegenüber der Börse für bestimmte Wertpapiere die öffentlich-rechtliche Verpflichtung übernommen haben, in den von ihrem Antrag erfassten Aktien verbindliche Kauf- und Verkaufsangebote, d.h. Geld- und Briefkurse zu stellen.

Das Konzept des Designated Sponsors wurde in Deutschland erstmals mit dem Neuen Markt implementiert. Nach seinem Erfolg im Neuen Markt wurde das Konzept im Oktober 1998 mit der Inbetriebnahme der zweiten Ausbaustufe des elektronischen Handelssystems Xetra auch in anderen Marktsegmenten eingeführt. Eine Ausnahme bildeten insoweit die DAX 30-Werte, wo ohnehin eine ausreichende Liquidität gesichert war und ist. Im Gegensatz zum Neuen Markt wurde der Designated Sponsor in den betroffenen Segmenten aber nicht zur verbindlichen Zulassungsvoraussetzung erhoben.

Vor dem Hintergrund der Bedeutung von Liquidität für die adäquate Bewertung von Aktien besteht die Kernfunktion des Designated Sponsors darin, Liquidität zu schaffen, indem er temporäre Un-

---

<sup>41</sup> Im Falle eines solchen „deferred settlement“ ist die mit den Investoren zu vereinbarende Lieferfrist mit der Optionsfrist des Greenshoe abzustimmen.

<sup>42</sup> Der emittierenden Gesellschaft fließen beim Greenshoe-Verfahren nur dann neben der Haupttranche zusätzliche Mittel zu, wenn sie „stillhaltende“ Partei des Optionsvertrages ist.

<sup>43</sup> Die Greenshoe-Option verfällt in diesem Fall unausgeübt.

<sup>44</sup> Vgl. hierzu auch *K. Technau*, AG 1998, S. 445, 457 f.

gleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage überbrückt. Auf elektronische Anfrage<sup>45</sup> stellt der Designated Sponsor im fortlaufenden Handel und in allen Xetra-Auktionen für die von ihm betreuten Werte – im eigenen Namen und auf eigene Rechnung – verbindliche Geld- und Brief-Kurse. Dies führt zu einer Erhöhung der Ausführungswahrscheinlichkeit von Kauf- und Verkaufsaufträgen und damit zu einer Steigerung der Liquidität.

## **XVIII. Kosten des Börsengangs**

In Anbetracht ihrer Komplexität, der Vielzahl der involvierten Personen und Institutionen sowie der potenziellen Risiken ist eine Börseneinführung für den Emittenten mit hohen Kosten verbunden. Eine genaue und allgemeingültige Angabe eines bestimmten Betrages oder Prozentsatzes ist nicht möglich. Vielmehr ist sowohl die absolute Höhe der Kosten wie auch ihre Höhe in Relation zum Emissionserlös von einer Vielzahl von Faktoren wie der Rechtsform des Unternehmens zum Zeitpunkt der Entscheidung für den Börsengang, der Größe und Attraktivität der Emission, ihrer Komplexität, dem gewählten Marktsegment und nicht zuletzt vom Verhandlungsgeschick des Emittenten und seiner Berater abhängig.

Durch eine internationale Platzierung erhöhen sich u.a. die Kosten für die Roadshow, die Einschaltung weiterer Rechtsanwälte sowie für Übersetzung und Druck des (im Zweifelsfall englischen) Prospekts. Die – allenfalls in Ausnahmefällen empfehlenswerte - Einführung an einer weiteren Börse im Rahmen eines Dual Listing resultiert darüber hinaus in zusätzlichen Kosten für die Zulassung, Rechtsanwälte etc. Soll ein großer Teil einer Emission international platziert werden und kommt damit zwangsläufig ausländischen Investmentbanken im Konsortium besonderes Gewicht zu, so können für die Höhe und Zusammensetzung der Bankprovisionen wie auch deren Verteilung zwischen den Konsortialbanken andere Grundsätze gelten. Zu unterscheiden sind

- die einmalig beim Börsengang auftretenden Kosten und
- die Kosten der aus der Börsennotierung resultierenden jährlichen Folgepflichten.

In der Gesamtkalkulation müssen auch die internen Kosten und Belastungen, die auf das Unternehmen in Form von Anforderungen an Topmanagement und andere Mitarbeiter, Reisen etc. zukommen, berücksichtigt werden. Bei der insgesamt sicher zunächst erschreckenden Höhe der sich so ergebenden Gesamtbelastung muss Berücksichtigung finden, dass das Unternehmen wahrscheinlich auf keinem anderen Weg Mittel in entsprechendem Umfang zur Stärkung seiner Bilanz als unabdingbare Voraussetzung für eine ertragreiche Expansion erhalten kann bzw. den Alteigentümern kein ähnlich attraktiver Weg zur Realisierung ihres Investments zur Verfügung steht.

### **1) Einmalige Kosten**

Bei den unmittelbar mit dem Börsengang verbundenen Kosten ist in erster Linie danach zu differenzieren, ob sie – wie ein Großteil der Bankenprovisionen – erfolgsabhängig sind oder in jedem Fall anfallen.

Besteht die Gesellschaft noch nicht in Form einer AG oder KGaA, so ist der dann erforderliche Rechtsformwechsel mit in erster Linie am Zeitaufwand orientierten Kosten für Beratung bei der steuer- und gesellschaftsrechtlichen Gestaltung verbunden. Hinzutreten Kosten für die laufende steuerliche und rechtliche Beratung des Emittenten außerhalb von Umwandlung und Restrukturierung, die bei einer rein inlandsbezogenen Platzierung ohne Auslandsnotierung in einer Größenordnung vom 100.000 bis 300.000 Euro betragen dürften. Die Kosten für die Rechtsberatung hängen auch davon ab, wie schnell und reibungslos die Kooperation mit den Anwälten der Banken funktioniert. Darüber hinaus hat auch der Umfang der durchzuführenden Due Diligence Einfluss auf die hiermit verbundenen Kosten, der wiederum von Komplexität und geographischer Ausbreitung der Unternehmensgruppe des

---

<sup>45</sup> Sogenannte „Quote Requests“.

Emittenten, Alter und Geschäftsmodell abhängig ist. Provisionen fallen auch für Legal Opinion und Comfort Letter an, deren Höhe auch von der jeweils geforderten Haftungssumme beeinflusst wird. Weitere Kosten werden von der Umstellung des Rechnungswesens und der Abschlüsse auf einen internationalen Rechnungslegungsstandard mit Testaten und eventuellen Schulungen der Mitarbeiter verursacht. Hinzu kommen die Kosten für einen eventuellen Emissionsberater, wobei diese Aufgabe gelegentlich vom Anwalt, Steuerberater oder Wirtschaftsprüfer des Emittenten mit übernommen wird<sup>46</sup>, idealerweise aber von einem Spezialisten mit entsprechender Erfahrung und Marktkenntnis. Darüber hinaus fallen Kosten für die Finanzkommunikation und das Marketing an.

Die Banken erhalten für ihre einzelnen Funktionen im Rahmen der Börseneinführung unterschiedliche Provisionen, an denen die einzelnen Konsortialbanken entsprechend ihrer Aufgabe und Rolle im Konsortium partizipieren. So erhält der Konsortialführer nach dem Mandatsvertrag neben der Erstattung bestimmter Kosten für die Beratung bei der Vorbereitung der Emission und eventuellen Kapitalmaßnahmen einschließlich der Abwicklung der Bezugsrechte und möglicher Berichtigungsaktien eine Provisionspauschale, die sich in Größenordnungen von bis zu einem halben Prozent des angestrebten Emissionsvolumens bewegen kann.

Daneben hat die Gesellschaft - bzw. die Altaktionäre im Falle des Verkaufs alter Aktien - nach dem Übernahmevertrag eine Management-, eine Übernahme- sowie eine Verkaufsprovision an die Banken zu zahlen. Die Summe der Bankenprovisionen liegt bei „normalen“ Emissionsvolumina<sup>47</sup> regelmäßig in einer Größenordnung von drei bis sechs Prozent des Emissionsvolumens. Hinzu kommt eine Börseneinführungsprovision. Die Festsetzung der Höhe dieser Provisionen ist in Deutschland den Kräften der Märkte überlassen, wobei sich Abweichungen von den „üblichen“ Sätzen nur mit Einschränkungen verhandeln lassen. Diese Bankenprovision teilt sich i.d.R. wie folgt auf:

- Die **Managementprovision** beträgt um die 20 Prozent der Bankenprovision, wovon regelmäßig ein Großteil in Form des sogenannten Praecipuum der Konsortialführung vorbehalten ist.
- Die **Übernahmeprovision** beträgt regelmäßig ebenfalls zwanzig Prozent und wird unter den Konsortialbanken pro rata ihrer Übernahmeverpflichtung verteilt.
- Die **Verkaufs- oder Platzierungsprovision** beträgt sechzig Prozent und vergütet den Verkaufserfolg der Konsortialmitglieder auf der Basis der zugeteilten Aktien.
- Die zusätzlich zu bezahlende **Börseneinführungsprovision** erhalten die Banken für ihre Mitwirkung bei der Erstellung des deutschen Prospekts sowie die sie in diesem Zusammenhang treffende Prospekthaftung.

Darüber hinaus wird seit einigen Jahren in die Provisionsstruktur häufig ein Incentive-Element eingebaut, nach der sich die Platzierungsprovision unter bestimmten fest geschriebenen Bedingungen erhöht, z.B. wenn ein bestimmter Emissionspreis erzielt oder die gesamte Tranche einschließlich Greenshoe platziert wird.<sup>48</sup> Alternativ zu dieser festen, rechtlich verbindlichen zusätzlichen Vergütung gibt es mittlerweile auch bei deutschen Emissionen die Variante eines freiwilligen Aufschlags, den der Emittent in Abhängigkeit vom Grad seiner Zufriedenheit bezahlt oder eben auch nicht.

In Anbetracht der Gefahr eines Scheiterns des Börsengangs oder einer Absage durch die Gesellschafter, z.B. infolge einer Entscheidung für einen Trade Sale, versuchen die Banken regelmäßig, neben der Kostenpauschale auch eine sogenannte Break up-Fee durchzusetzen, die bis zu 250.000 Euro betragen kann. Inwieweit diese durchgesetzt und so das Risiko eines Misserfolges maßgeblich auf den Emittenten und dessen Gesellschafter verlagert werden oder aber von diesen verweigert werden kann, ist eine Frage der Verhandlungsmacht und dem jeweiligen Interesse der Parteien.

---

<sup>46</sup> Vgl. hierzu auch *B. Rödl/T. Zinser*, a.a.O. S. 94.

<sup>47</sup> Bei besonders großen Transaktionen oder Privatisierungen können die prozentualen Bankprovisionen deutlich niedriger sein.

<sup>48</sup> Mit platzierungstechnischen Überlegungen kritisch hierzu *K. Bösl*, S. 180.

Darüber hinaus fallen für die Prüfung des Zulassungsantrags und die Zulassung der Aktien Börsenzulassungsgebühren und Kosten der BaFin für die Billigung eines Wertpapierprospekts an. Hinzu kommen Kosten für Entwurf, Druck und Versendung des Wertpapierprospekts, Pflichtveröffentlichungen und den Aktiendruck an.

Im Ergebnis fallen somit bei der Emission regelmäßig Gesamtkosten in einer Größenordnung von sieben bis neun Prozent an, die bei großen Emissionen, wo die nicht unmittelbar am Emissionspreis orientierten Provisionen weniger ins Gewicht fallen, auch auf Größen um die vier bis fünf Prozent sinken können. Bei relativ kleinen Emissionen können die Gesamtkosten demgegenüber auch zehn Prozent erreichen.

## **2) Laufende Folgekosten**

Zu den laufenden, wiederkehrenden Kosten, die durch den Börsengang entstehen, gehören neben den in ihrer Höhe von der Unternehmensgröße und -struktur abhängigen Aufwendungen für die gesetzlich vorgesehene Abschlussprüfung insbesondere die Aufwendungen für Investor Relations und die hiermit verbundenen, wenngleich gesetzlich begründeten Kosten für die Erstellung, den Druck sowie den Versand von Geschäfts- und Zwischenberichten. Die letztgenannten Positionen werden maßgeblich von der Höhe der Auflage und der jeweiligen Gestaltung bestimmt. Weitere interne wie externe Aufwendungen entstehen im Zusammenhang mit Informations- und Veröffentlichungspflichten<sup>49</sup> und der jährlichen Hauptversammlung, wobei deren tatsächliche Höhe stark von der Anzahl der (erwarteten) Aktionäre und der gewünschten Ausstattung abhängt.

Zusätzliche Kosten können für den Designated Sponsor und die Erstellung von Research anfallen. Für die Notierung in den regulierten Segmenten fallen jährliche Notierungsgebühren entsprechend den Gebührenordnungen der einzelnen Wertpapierbörsen an.

## **XIX. Märkte und Marktsegmente**

Der Börsenhandel vollzieht sich derzeit in Deutschland an allen acht Börsenplätzen in nunmehr zwei Marktsegmenten: Regulierter Markt<sup>50</sup> und Freiverkehr, wobei einzelne Wertpapierbörsen wie die in Frankfurt und die in München von der Möglichkeit Gebrauch gemacht haben, für Teilbereiche weitergehende Zulassungsfolgepflichten in Form zusätzlicher Informationspflichten des Emittenten zu schaffen<sup>51</sup>.

### **1) Regulierter Markt**

Der Regulierte Markt ist das Börsensegment mit dem höchsten Image und den strengsten Zulassungsvoraussetzungen, bzw. – in der Praxis für Emittenten eher noch wichtiger – den strengsten Zulassungsfolgepflichten. Hier finden sich die Aktien der bekannten inländischen Gesellschaften („Blue Chips“) aus und auch einige internationale Gesellschaften. Diese zeichnen sich regelmäßig durch die höchste Marktkapitalisierung und die höchste Liquidität aus, was ein wichtiger Grund für die Konzentration des Interesses in diesen Papieren ist.

---

<sup>49</sup> So z.B. die Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität oder die zur Bekanntmachung des Unter- oder Überschreitens bestimmter Umsatzgrenzen bzw. Publizität von Directors´ Dealings.

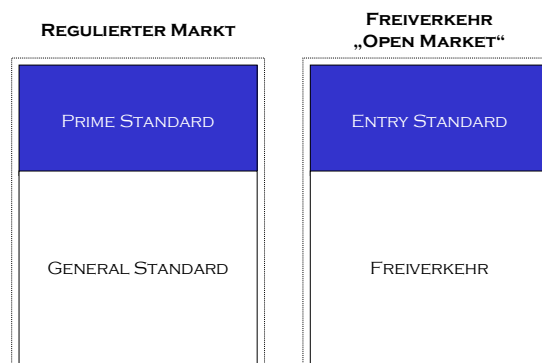
<sup>50</sup> Mit Inkrafttreten des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes wurden Amtlicher Markt und Geregelter Markt zum Regulierten Markt zusammengelegt.

<sup>51</sup> §§ 42, 54 Satz 2 BörsG.



	Regulierter Markt	Freiverkehr
- Emissionsvolumen bei erster Zulassung	voraussichtlicher Kurswert der Aktien > Euro 1,25 Mio.; bei Stückaktien: min. 10.000 Stück (§ 2 I und III BörsZulV)	keine Vorgaben
- Eigenkapital	keine Vorgaben	
- Zulassung aller Aktien einer Gattung	i.d.R. Pflicht (§ 7 I BörsZulV)	nicht erforderlich
- Aktiengattung	Stamm- und/oder Vorzugsaktien	
- Streuung	mindestens 25 % der zugelassenen Aktien (§ 9 BörsZulV)	keine Vorgaben
- Mindestalter der Gesellschaft	„Muss“ 3 Jahre, Ausnahmen möglich (§ 3 I und II BörsZulV)	keine Vorgaben
- Markteinführungspublizität	Wertpapierprospekt § 3 III WpPG	Wertpapierprospekt nur bei öffentlichem Angebot; § 3 III, I WpPG Exposé § 13 AGBFV FWB

Die Frankfurter Wertpapierbörse hat von der Ermächtigung des § 42 BörsG Gebrauch gemacht und in ihrer Börsenordnung mit dem Sogenannten Prime Standard neben dem General Standard einen weiteren Teilbereich des Regulierte Marktes mit fünf zusätzlichen Zulassungsfolgepflichten geschaffen. Dabei ist der General Standard insbesondere auf kleinere und mittlere Unternehmen ausgerichtet, die Wert auf ein kostengünstiges Listing legen und vorwiegend für nationale Investoren interessant sind. Der Prime Standard soll dagegen mit seinen erhöhten, internationalen Standards entsprechenden Transparenzpflichten den Emittenten den Zugang zum internationalen Kapitalmarkt erleichtern. Darüber hinaus ist die Zugehörigkeit zum Prime Standard Grundvoraussetzung für die Aufnahme in einen Index.<sup>52</sup>



## 2) Freiverkehr

Demgegenüber ist der Freiverkehr rein privatrechtlich organisiert, d.h. nicht in die öffentlich-rechtliche Organisation der Börse integriert. Er erfüllt nicht das Kriterium der Reglementierung und Überwachung durch eine staatliche Stelle i.S.d. § 2 V WpHG. Die Reglementierungsbefugnisse der Börse gegenüber dem Freiverkehr beschränken sich auf Ausnahmesituationen, so dass sich dieser in

<sup>52</sup> Näher zu Kosten und Nutzen der Zugehörigkeit zum Prime Standard vgl. *D. Mitendal/D. Anders*, DStR 2003, S. 1893, 1898 f.

der Summe durch einen niedrigeren Schutz der Anleger auszeichnet<sup>53</sup>. Freiverkehrswerte unterliegen deswegen nur dann dem objektiven Anwendungsbereich des WpHG, wenn das Gesetz den Freiverkehr an anderer Stelle ausdrücklich in seinen Anwendungsbereich einbezieht. So sind im Freiverkehr gehandelte Aktien zwar Insiderpapiere i.S.d. 12 I WpHG und unterliegen auch dem Verbot der Marktmanipulation, nicht aber der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG oder der Verpflichtung zur Publizierung von Directors´ Dealings. Ebenso wenig besteht für Unternehmen, deren Aktien lediglich im Freiverkehr gehandelt werden, eine Verpflichtung zur Anwendung des Deutschen Corporate Governance Kodex, so dass sie auf ihrer Website auch keine diesbezügliche Erklärung zu veröffentlichen haben.<sup>54</sup> Gleichermaßen unterliegen diese Unternehmen nicht aufgrund ihrer Einbeziehung in den Freiverkehr dem WpÜG, selbstverständlich aber im Falle der Übernahme einer im Regulierten Markt notierten Gesellschaft durch sie selbst.

Wenngleich die deutschen Börsen bemüht sind, den Freiverkehr attraktiver zu gestalten, werden potenzielle Emittenten schon aufgrund seiner niedrigeren Reputation andere Marktsegmente bevorzugen und eine Notierung im Freiverkehr nur dann suchen, wenn sie die Zulassungskriterien und -folgepflichten in anderen Segmenten nicht erfüllen können oder diesen nicht nachkommen wollen. Dies gilt auch nach der Etablierung von Entry Standard und M:access, wenngleich diese in positiver Weise dazu beitragen, die dort gelisteten Unternehmen aus der Masse anderer Werte hervorzuheben.

Die materiellen Voraussetzungen für eine Einbeziehung in den Freiverkehr sind deutlich niedriger als für eine Zulassung in den anderen Marktsegmenten. So stellen die einzelnen Börsenordnungen regelmäßig keine Anforderungen an das Unternehmen, dessen Kapital, die zu handelnden Aktien oder deren Herkunft. Stattdessen hat der Antragsteller<sup>55</sup> regelmäßig lediglich die Voraussetzungen für einen ordnungsgemäßen Börsenhandel zu gewährleisten.

Die Einbeziehung von Aktien in den Freiverkehr als solche erfordert – wie bereits dargelegt – nicht zwingend die Erstellung eines Wertpapierprospekts. Ein solcher ist vielmehr nur dann erforderlich, wenn die Aktien öffentlich angeboten werden und kein Befreiungstatbestand des § 3 II WpPG vorliegt. Dies ist aus Sicht eines Emittenten u.U. ein wesentlicher Vorzug des Freiverkehrs gegenüber den organisierten Märkten. Der Verzicht auf die Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts im Zeitpunkt der Einbeziehung ist rein faktisch aber nicht unproblematisch. Zwar ist die Vermeidung eines öffentlichen Angebots im unmittelbaren Zusammenhang mit der Einbeziehung selbst relativ einfach<sup>56</sup>, indem entweder auf ein Angebot ganz verzichtet oder aber ein zielgerichtetes Verkaufsangebot in Form einer Privatplatzierung durchgeführt wird. Demgegenüber ist nach der Einbeziehung ein hohes Maß an Vorsicht angebracht, seit das WpPG in § 2 Nr. 4 eine Definition des öffentlichen Angebots enthält, nach der schon jede "Mitteilung an das Publikum in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die anzubietenden Wertpapiere enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, über den Kauf oder die Zeichnung dieser Wertpapiere zu entscheiden," ein öffentliches Angebot darstellt, das die Pflicht zur Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts auslöst.

Wird ein öffentliches Angebot durchgeführt und deshalb – oder aus anderen Gründen – ein Prospekt erstellt, muss dieser den gleichen Vorgaben entsprechen wie der Prospekt bei einer Zulassung zu einem regulierten Marktsegment. Allerdings muss die Konzernrechnungslegung bei Zulassung zu einem organisierten Markt auf IFRS umgestellt werden, wohingegen im Freiverkehr (einschließlich des Entry Standards) notierte Unternehmen weiterhin nach HGB bilanzieren können<sup>57</sup>, was für die Emittenten

<sup>53</sup> M. Schlitt/S. Schäfer, AG 2006, S. 147, 148.

<sup>54</sup> J. Sudmeyer/S. Rückert/T. Kuthe, BB 2005, S. 2704, 2705.

<sup>55</sup> Nicht der Emittent.

<sup>56</sup> Die Einbeziehung von Wertpapieren in den Freiverkehr stellt für sich kein erstmaliges öffentliches Angebot i.S.d. WpPG bzw. des VerkProspG dar. H. Beck/S. Schäfer in M. Habersack/P. Mülbart/M. Schlitt (Hrsg.), § 23 RdNr. 26.

<sup>57</sup> Nach Ziff. 20.1 lit. c) und d) von Anlage 1 der europäischen ProspektVO sind die in den Prospekt aufzunehmenden Abschlüsse dann aber um einen Eigenkapitalspiegel sowie eine Kapitalflussrechnung zu ergänzen.

bei ihrer Wahl des Börsensegments mit den wesentlichsten praktischen Unterschied ausmacht.

Analog zum Regulierten Markt mit dem Prime Standard hat die Frankfurter Wertpapierbörse mit dem Entry Standard auch hier ein Premiumsegment geschaffen. Dieses steht grundsätzlich allen Unternehmen offen, deren Aktien in den Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse einbezogen sind. Abgesehen von der Beibringung bestimmter Unterlagen und Erklärungen bei Antragstellung durch einen zugelassenen Handelsteilnehmer müssen keine quantitativen oder qualitativen Einbeziehungsvoraussetzungen durch den Emittenten erfüllt werden. Das Segment ermöglicht Unternehmen einerseits einen kostengünstigen und mit begrenztem Aufwand verbundenen Zugang zur Börse, andererseits erlaubt es ihnen über die Einhaltung bestimmter Qualitätskriterien hinsichtlich erhöhter Transparenz eine Abgrenzung von der Masse der sonstigen Werte im Freiverkehr und somit eine höhere Visibilität.

## **XX. Markteinführungspublizität**

Grundvoraussetzung für eine Börsenzulassung im Regulierten Markt ist regelmäßig die Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts. Gleiches gilt für das öffentliche Anbieten von Aktien und anderen Wertpapieren. Im Freiverkehr ergibt sich eine Verpflichtung zur Veröffentlichung zwar nicht aus der Einbeziehung als solcher, wohl aber aus dem öffentlichen Angebot, falls ein solches vorgesehen ist. Sinn der Markteinführungspublizität ist neben der Stärkung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte durch Transparenz vor allem die Verbesserung des Schutzes der Anleger, die in die Lage versetzt werden sollen, sich ein „fundiertes Urteil“ über den Emittenten zu bilden. Vor diesem Hintergrund ist der Emissionsprospekt nach Vorstellung des Gesetzgebers das wesentliche und zentrale Element der Primärmarktpublizität.

Abgesehen davon, dass der Prospekt Voraussetzung für die Zulassung und das öffentliche Angebot ist, liegt seine Bedeutung in erster Linie in der Prospekthaftung, die an die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit des Prospekts geknüpft wird. Als Haftungsdokument bindet der Prospekt den Anbieter an seine hierin gemachten Angaben und stellt damit ein Instrument des Anlegerschutzes dar. Die Prospekterstellung verursacht bei der Vorbereitung von Wertpapieremissionen regelmäßig (mit) den höchsten Kosten- und Zeitaufwand.

Für die Erfüllung der Publizitätspflicht ist in erster Linie der Emittent verantwortlich.<sup>58</sup> Allerdings sind auch die Konsortialbanken von dieser Verpflichtung zur Veröffentlichung insoweit betroffen, als sie auch den Zulassungsantrag stellen und bis zur Erfüllung dieser Verpflichtung die Einführung der Aktie am Markt unterbleibt. Vor Veröffentlichung eines Prospekts muss dieser der BaFin zur Billigung übermittelt werden, die seinen Inhalt aber nur sehr eingeschränkt materiell prüft. Die Billigung eines Wertpapierprospektes durch die BaFin sagt folglich nichts über die Qualität der beschriebenen Emission und die Bonität des Emittenten aus.

Die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung von Prospekten für Wertpapiere, die öffentlich angeboten oder zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen, richtet sich nach den Vorgaben des WpPG und der ProspVO<sup>59</sup>. In diesem Zusammenhang zu berücksichtigen sind auch die ergänzenden und interpretierenden Aussagen des Ausschusses der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden CESR<sup>60</sup> für eine europaweit konsistente Umsetzung der ProspVO<sup>61</sup>. Wenngleich diese nur „Empfehlungen“ im Rechtssinne darstellen, haben sie dennoch erheblichen Einfluss auf die Praxis der zuständigen Behörden.

---

<sup>58</sup> § 14 I WpPG.

<sup>59</sup> Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29.4.2004 (ProspVO), ABl. L 149 v. 30.4.2004 mit Berichtigung in ABl. L 186/3 v. 18.7.2005.

<sup>60</sup> Committee of European Securities Regulators.

<sup>61</sup> CESR's recommendations for the consistent implementation of the European Commission's Regulation on Prospectuses no. 809/2004, no. CESR/05-054b, February 2005

Hinsichtlich des Formats und des Inhalts von Prospekten finden sich im WpPG nur allgemeine und grundsätzliche Anforderungen, wohingegen Details im Wesentlichen in der unmittelbar geltenden EU-ProspVO<sup>62</sup> geregelt werden.

Oberste Leitlinie aller Prospekte ist, dass die Dokumentation über die tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse, die für die Beurteilung der zuzulassenden Aktien maßgeblich sind, richtig und vollständig Auskunft zu geben hat. Nach § 5 I WpPG muss der Prospekt in leicht verständlicher und analysierbarer Form über alle wesentlichen<sup>63</sup> Umstände unterrichten, die Investoren für die Beurteilung eines Emittenten und der anzubietenden bzw. zuzulassenden Wertpapiere benötigen. Die Richtigkeit des Prospektinhalts bezieht sich nach dem immer noch richtungsweisenden BuM-Urteil des BGH<sup>64</sup> nicht auf eine isolierte Betrachtung der einzelnen Prospektinformationen, sondern auf eine Gesamtschau, die neben der vollständigen Berücksichtigung der geforderten Einzelangaben auch die investorengerechte Aufbereitung der Informationen umfasst. Diese muss dem Erkenntnis- und Verständnishorizont des „durchschnittlichen“ Anlegers gerecht werden, „der zwar eine Bilanz zu lesen versteht, aber nicht unbedingt mit der in eingeweihten Kreisen gebräuchlichen Schlüsselsprache vertraut zu sein braucht.“

Ein Prospekt darf nach § 13 I 1 WpPG nur veröffentlicht werden, wenn er zuvor von der hierfür zuständigen BaFin gebilligt worden ist. Die Prospektprüfung durch die BaFin dient in erster Linie dem präventiven Schutz der Interessen der Investoren, der Gewährleistung eines ordnungsgemäßen Anlegerschutzes und der Wahrung allgemeiner Interessen<sup>65</sup>. Demgegenüber sind die Interessen des Emittenten in diesem Zusammenhang nur von nachrangiger Bedeutung. Die Prüfung durch die BaFin erstreckt sich nach § 13 I WpPG auf die Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit, nicht aber auf die Bonität des Emittenten oder – zumindest nicht über eine reine Plausibilitätsprüfung hinaus – auf die inhaltliche Richtigkeit.

Ein Prospekt ist nach seiner Veröffentlichung zwölf Monate lang für öffentliche Angebote oder Zulassungen zum Handel an einem organisierten Markt gültig, sofern er um die nach § 16 erforderlichen Nachträge ergänzt wird.<sup>66</sup> Abgesehen von der Verpflichtung zur Aktualisierung vor weiteren Emissionen besteht keine Verpflichtung zu einer Aktualisierung des Prospekts nach Abschluss des öffentlichen Angebots und der Zulassung zum Handel.<sup>67</sup> Emittenten, die einen bereits gebilligten, noch gültigen Prospekt für weitere Emissionen verwenden wollen, müssen vor jedem Angebot bzw. jedem Zulassungsantrag daher lediglich einen aktualisierenden Nachtrag zur Billigung einreichen.

## **XXI. Folgen der Börseneinführung**

Ein Börsengang bringt für den Emittenten eine Vielzahl von Verpflichtungen mit sich, die in den letzten Jahren deutliche Erweiterungen erfahren haben. Hierzu gehören neben dem vorstehend beschriebenen Verbot der Marktmanipulation nach § 20a WpHG<sup>68</sup> vor allem der gesamte Regelungskomplex des Insiderrechts, das Transparenzgebot sowie die Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität. Bereits aus dem gegebenenfalls erforderlichen Wechsel der Rechtsform als Grundvoraussetzung für die Börsen-

---

<sup>62</sup> Berichtigung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Informationen sowie das Format, die Aufnahme von Informationen mittels Verweis und die Veröffentlichung solcher Prospekte und die Verbreitung von Werbung (Amtsblatt der Europäischen Union L 149 vom 30. April 2004), Amtsblatt der Europäischen Union L 186/3 vom 18. Juli 2005.

<sup>63</sup> Der Wesentlichkeitsgrundsatz ist ein Korrektiv des Wahrheitsprinzips, da die Transparenz eines Prospekts auch darunter leiden kann, dass zu viele Informationen angeboten werden, die diesen überladen und Investoren eher verwirren als informieren.

<sup>64</sup> WM 1982, S. 862, 863.

<sup>65</sup> Begr. RegE zum WpPG, BT-Drs. 15/4999, S. 34.

<sup>66</sup> § 9 I WpPG.

<sup>67</sup> M. Weber, NZG 2004, S. 360, 365; M. Schlitt/S. Schäfer, AG 2005, S. 498, 507 m.w.N.

<sup>68</sup> Vgl. hierzu vorstehend *Ziffer XVI Kurspflege vs. Marktmanipulation*.

einführung resultieren auch Änderungen in Hinblick auf Art und Umfang der Rechnungslegung sowie die Finanzberichterstattung. Manche dieser Rechtsfolgen treffen Emittenten in allen Segmenten, manche nur die, deren Papiere im Regulierten Markt zugelassen sind.

--- Zulassungsfolgepflichten ---				
	General Standard	Prime Standard	Open Market	Entry Standard
<b>Insiderverbote</b> (§ 14 WpHG)	✓	✓	✓	✓
<b>Insiderverzeichnis</b> (§ 15b WpHG)	✓	✓	✗	✗
<b>Directors' Dealings</b> (§ 15a WpHG)	✓	✓	✗	✗
<b>Ad-hoc-Mitteilungen</b> (§ 15 WpHG; §§ 66, 81 BörsO FWB, § 17 II a) AGBFV FWB)	✓ (d)	✓ (d + e)	✗	Quasi „Ad-hoc-Pflicht“
<b>Meldeswellen</b>	✓ 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 & 75 % (§§ 21 ff. WpHG)	✓ 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 & 75 % (§§ 21 ff. WpHG)	✓ 25 & 50 % (§§ 20 f. AktG)	✓ 25 + 50 % (§§ 20 f. AktG)
<b>Unternehmenskalendarer</b> (§§ 64,79 BörsO FWB, § 17 II e) AGBFV FWB)	✗	✓ (d + e)	✗	✓
<b>Unternehmenskurzportrait</b> (§ 17 II d) AGBFV FWB)	✗	✗	✗	✓
<b>Deutsche Börse Listing Partner</b> (§ 16 III g) AGBFV FWB)	✗	✗	✗	✓
<b>Analystenkonferenz</b> (§§ 65, 80 BörsO FWB)	✗	✓	✗	✗
<b>Rechnungslegung</b>	IFRS	IFRS	Local GAAP (z.B. HGB)	Local GAAP (z.B. HGB)
<b>Berichterstattung</b> - jährlich	✓ Jahresfinanzbericht 4 Monate nach Berichtszeitraum mit Ankündigung, Mitteilung an BaFin und Übermittlung an Unternehmensregister (§§ 37v, 37y WpHG)	✓ (d & e) Jahresfinanzbericht 4 Monate nach Berichtszeitraum mit Ankündigung, Mitteilung an BaFin und Übermittlung an Unternehmensregister und Zulassungsstelle (§ 37v WpHG, §§ 62 III, 77 BörsO FWB)	✓ Jahresabschluss 12 Monate nach Berichtszeitraum §§ 242 ff., 316 ff., 325 ff. HGB Jahresabschluss mit Prüfung und Offenlegung	✓ 6 Monate nach Berichtszeitraum § 17 II b) AGBFV FWB
- halbjährlich	✓ Halbjahresfinanzbericht mit verkürztem	✓ (d & e) Halbjahresfinanzbe-	✗	✓ Zwischenbericht 3 Monate nach

- vierteljährlich	Abschluss 2 Monate nach Berichtszeitraum mit Ankündigung, Mitteilung an BaFin und Übermittlung an Unternehmensregister §§ 37w, 37y WpHG  ✓ Zwischenmitteilung 6 Wochen vor Ende Halbjahr mit Ankündigung, Mitteilung an BaFin und Übermittlung an Unternehmensregister §§ 37w, 37y WpHG	richt/Quartalsbericht 2 Monate nach Berichtszeitraum mit Ankündigung, Mitteilung an BaFin und Übermittlung an Unternehmensregister §§ 37w, 37y WpHG; §§ 63, 78 BörsO FWB  ✓ (d & e) Quartalsbericht 2 Monate nach Berichtszeitraum mit Ankündigung, Mitteilung an BaFin und Übermittlung an Unternehmensregister §§ 63, 78 BörsO FWB	x	1. Halbjahr § 17 II c) AGBFV FWB  x
<b>Erklärung zum DCGK</b> (§ 161 AktG)	✓	✓	x	x
<b>Jährliches Dokument</b> (§ 10 WpPG)	✓	✓	x	x
<b>WpÜG</b>	✓	✓	x	x
<b>Designated Sponsor</b>	Allenfalls für Zugehörigkeit zu Index in Abhängigkeit von Liquidität			
<b>Listinggebühr p.a.</b>	7.500 Euro	10.000 Euro	x	5.000 Euro