

GESELLSCHAFTSRECHT – GR11

Stand: Januar 2022

Ihr Ansprechpartner
Ass. Georg Karl

E-Mail
georg.karl@saarland.ihk.de

Tel.
(0681) 9520-610

Fax
(0681) 9520-690

„Going Public“ – Hinweise zum Gang an die Börse

Warum an die Börse?

Gründe für eine Börsengang – auch „Going Public“ oder IPO (Initial public offering) genannt – gibt es viele:

- die Möglichkeit einer kostengünstigen Finanzierung des Unternehmenswachstums,
- der Wunsch nach einer Stärkung der Eigenkapitalbasis des Unternehmens,
- Nachfolgeüberlegungen,
- die Steigerung des Bekanntheitsgrades bzw. des Images des Unternehmens,
- die Erleichterung bei der Suche nach hochqualifiziertem Fachpersonal – etwa aufgrund der Möglichkeit der Vereinbarung von Mitarbeiterbeteiligungsmodellen –,
- konkrete Wünsche von Kooperationspartnern bzw. Geschäftsfreunden.

Daneben darf jedoch nicht übersehen werden, dass ein Börsengang **viele Verpflichtungen**, insbesondere für die Unternehmensleitung, mit sich bringt und **nicht unbeachtliche Kosten** verursacht. Zu denken ist in diesem Zusammenhang z. B. an:

- die erweiterten Offenlegungspflichten börsennotierter Unternehmen,
- Mitbestimmungsfragen,
- das Rede- und Antwortstehen gegenüber den Aktionären anlässlich der Hauptversammlung.

Auch sollte **beachtet** werden, dass nicht börsennotierte Unternehmen hinsichtlich der Festsetzung von Erbschaft- bzw. Schenkungssteuer in der Regel geringer – und damit steuerlich günstiger – bewertet werden.

Wann ist ein Unternehmen „börsenreif“?

Wichtigste **juristische Voraussetzung** der „Börsenreife“ ist selbstverständlich, dass das Unternehmen in einer Rechtsform geführt wird, die einen Börsengang überhaupt zulässt. Dies sind nach dem deutschen Gesellschaftsrecht lediglich die **Aktiengesellschaft (AG)** und die **Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA)**.

Hinsichtlich der **wirtschaftlichen und organisatorischen Anforderungen** bestehen **keine zwingenden** Vorschriften. In der Praxis hat es sich jedoch als bedeutsam er-

wiesen, dass ein potentieller Börsenkandidat möglichst viele der nachfolgend aufgeführten Kriterien aufweisen kann:

- Branchen- und/oder Technologieführerschaft,
- überdurchschnittliches Umsatz- und/oder Ertragswachstum,
- leistungsfähiges Rechnungswesen und Controlling,
- transparente Unternehmensstruktur,
- qualifiziertes Management.

Wie läuft der Börsengang ab?

PRAXISTIPP:

Aufgrund der überragenden Bedeutung eines Börsengangs für die Zukunft des jeweiligen Unternehmens sollten unbedingt Spezialisten aus verschiedenen Fachbereichen hinzugezogen werden. Dazu zählen Banken, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsanwälte, die Institution Börse selbst, PR-Spezialisten und eventuell Unternehmensberater.

Unterstellt wird im Folgenden, dass die an die Börse zu führende Gesellschaft bereits eine grundsätzlich börsenfähige Rechtsform – AG oder KGaA – aufweist.

Ausgangspunkt sämtlicher Überlegungen ist eine **Analyse des Status quo** der Gesellschaft und der **finanzstrategischen Unternehmensziele**. Fast noch wichtiger als der gegenwärtige Zustand des Unternehmens ist eine **objektive Prognose** im Hinblick auf die kommenden zwei bis drei Geschäftsjahre **in Form eines Geschäftsplans**, denn schließlich sollen nach der Ausschüttung (sog. **Emission**) die Aktien an der Börse auch Käufer finden. Diese interessieren sich natürlich vor allem für die künftigen Wachstums- und Ertragsaussichten, da davon die Kursentwicklung maßgeblich abhängt.

PRAXISTIPP:

Bereits in diesem frühen Projektstadium sollten Schwachstellen im unternehmensinternen Planungs- und Controllingsystem beseitigt werden.

Bei einer Vielzahl von Unternehmen, die Gang an die Börse gewagt haben (sogenannte **Neuemissionen**), hat sich herausgestellt, dass in diesem Bereich – bewusst oder unbewusst – nicht sorgfältig genug gearbeitet wurde. Nichts aber verschreckt Anleger mehr als ein Unternehmen, das schon kurz nach dem Börsengang Planzahlen nach unten korrigiert, Umsatz- und Gewinnprognosen senkt, und vielleicht sogar Gewinnwarnungen ausspricht und damit Publikumserwartungen massiv enttäuscht. Korrekturen dieser Art führen vor allem in einem schwachen Marktumfeld oftmals zu dramatischen Kurseinbrüchen.

Mindestens genauso negativ wirkt sich für das Unternehmen aus, dass einmal verloren gegangenes Anlegervertrauen nur sehr schwer zurückzugewinnen und der Makel des „Abkassierens“ beim Börsengang nur durch umfängliche und in der Regel langwierige Anstrengungen zu beseitigen ist.

Zusammen mit dem **Emissionskonzept** stellt der soeben erwähnte **Geschäftsplan** auch die wichtigste Grundlage für die erforderlichen Gespräche mit den emissionsbegleitenden Banken und – im Hinblick auf die Wahl des richtigen Marktsegments für die Emission – mit der Institution Börse dar. Auch aus diesem Grund müssen **Ehrlichkeit und Objektivität** oberstes Gebot sein.

PRAXISTIPP:

Schon in diesem recht frühen Projektstadium sollte erwogen werden, erste Werbemaßnahmen für den bevorstehenden Börsengang zu starten.

Gerade weitgehend unbekannt, weil bislang oftmals nur regional tätige, mittelständische Unternehmen sollten dabei nicht nur Imagepflege betreiben, sondern die interessierte Öffentlichkeit dauerhaft mit aussagekräftigen Zahlen und Daten aus dem eigenen Unternehmen und der gesamten Branche versorgen. Die durch Werbung erzielte Aufmerksamkeit kann negativ auf das jeweilige Unternehmen zurückschlagen, sollten die Börsenpläne zu einem späteren Zeitpunkt überraschend verschoben oder gar einstweilen wieder gänzlich aufgegeben werden. Ein solches „Zurückrufen“ wirft zumeist ein negatives Licht auf das gesamte Unternehmen und bedarf einer nachvollziehbaren und sachlichen Begründung.

Im weiteren Projektverlauf muss das **Emissionskonzept ständig überprüft und** gegebenenfalls **aktualisiert** werden. Es muss entschieden werden, welche Art von Aktien – Stamm- oder Vorzugsaktien, Inhaber- oder Namensaktien, Nennbetrags- oder Stückaktien – in welches Marktsegment der Börse platziert werden sollen. Vom Projektteam ist, auf der Grundlage der bisherigen Vorgaben und Analysen, ein sogenanntes **Bankenexposé** zu erstellen. Dieses Exposé dokumentiert die **Börsenreife des Unternehmens** und bildet die Grundlage für die anstehenden Verhandlungen mit den **Konsortialbanken**. Dies sind die Kreditinstitute, die, unter Führung des sogenannten Konsortialführers, nach näherer Regelung im Emissionskonzept Übernahme- und/oder Platzierungsfunktionen erfüllen. Da es in diesem Stadium für das Unternehmen bzw. den Projektleiter darauf ankommt, die Interessen der Gesellschafter vor allem im Hinblick auf den potenziellen Börsenwert des Unternehmens bestmöglich zu wahren und klar zu kommunizieren, finden sich die möglichen Konsortialbanken in der Regel in einem sogenannten „Beauty Contest“ – dem (Schönheits-)Wettbewerb um eine möglichst lukrative Durchführung der Platzierung – wieder.

Nach Auswahl des Konsortialführers und gegebenenfalls der weiteren Konsortialbanken folgt nun die „**heiße Phase**“ des Börsengangs: Das **Emissionskonzept** wird **endgültig festgeschrieben** und der **Ausgabekurs der Aktien** bzw. die Kursspanne, in der die Aktien dem Publikum zur Zeichnung angeboten werden (sogenannte Bookbuildingspanne) festgelegt und veröffentlicht.

In den letzten Jahren hat sich in der Praxis das Bookbuildingverfahren gegenüber der Festpreisemission weitgehend durchgesetzt. Es bietet grundsätzlich den Vorteil, dass der endgültige Ausgabepreis der Aktien von der konkreten Nachfrage am Markt bestimmt wird. Vor einer zu optimistischen Festlegung des Ausgabepreises bzw. der Kursspanne kann nur gewarnt werden – auch wenn die Versuchung angesichts der vorhandenen Pläne zur Verwendung eines möglichst großen Emissionserlöses nicht gering sein wird. Vor allem in Phasen stagnierender oder gar rückläufiger Börsenkurse führen hohe Ausgabepreise schnell zu der Vermutung des „Abkassierens“ durch die Emittenten, Schwierigkeiten bei der Platzierung der Aktien, einer enttäuschenden Kursentwicklung und damit letztlich zu einem erheblichen Imageverlust für die entsprechende Gesellschaft.

Parallel zur endgültigen Verabschiedung des Emissionskonzepts und zur Festlegung von Ausgabekurs bzw. Kursspanne ist der **Verkaufsprospekt** zu **erstellen**. **Achtung:** Für die Angaben in diesem Prospekt haften in der Regel der Emittent sowie der Konsortialführer.

Weiter folgt eine „Durchleuchtung“ des Unternehmens auf eventuelle Risiken sowie die Plausibilität des Geschäftskonzepts durch Rechtsanwälte, Steuerberater und/oder Wirtschaftsprüfer und die Vorlage eines aktuellen Geschäftsberichts der Gesellschaft (sogenannte **due-diligence-Prüfung**).

In diesem zeitlichen Zusammenhang werden üblicherweise auch die **Marketingmaßnahmen** zur unmittelbaren Vorbereitung und Begleitung der Erstnotiz an der Börse gestartet.

Welche Kosten entstehen bei einem Börsengang?

Ein so komplexes Projekt wie ein Börsengang verursacht natürlich auch **beträchtliche Kosten**. Jedoch sollten diese Kosten vor allem als Investition in die nachhaltige Erhöhung des Bekanntheitsgrades des Unternehmens und seiner Produkte und damit nicht zuletzt auch in die Verbesserung seiner Marktchancen betrachtet werden. Natürlich bestimmen die individuellen Umstände jedes Einzelfalls die konkrete Höhe der anfallenden Kosten für den Börsengang. Jedoch kann als **ungefähre Richtgröße** von einem Fixkostenblock in Höhe von **4 – 7 % des Emissionsvolumens** ausgegangen werden, wobei mit steigendem Emissionsvolumen dieser Anteil tendenziell sinkt. Zu den einmaligen Kosten für das Going Public kommen weiter jährliche Aufwendungen für das spätere „Being Public“, die im wesentlichen mit den Publizitätspflichten einer börsennotierten Gesellschaft und der Pflege der Investor's Relations zusammenhängen und sehr schnell ebenfalls eine siebenstellige Größenordnung erreichen können.

Dieses Merkblatt soll – als Service Ihrer IHK – nur erste Hinweise geben und erhebt daher keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Obwohl es mit größtmöglicher Sorgfalt erstellt wurde, kann eine Haftung für die inhaltliche Richtigkeit nicht übernommen werden.