

Heinz J. Hockmann | Friedrich Thießen (Hrsg.)

# Geschäftsfelder des Investmentbanking

Kapitalmärkte - Handel - Assetmanagement

SCHÄFFER  
POESCHEL

# **Urheberrechtsinfo**

Alle Inhalte dieses eBooks sind urheberrechtlich geschützt.

Die Herstellung und Verbreitung von Kopien ist nur mit ausdrücklicher Genehmigung des Verlages gestattet.

## Geschäftsfelder des Investmentbanking



Heinz J. Hockmann und Friedrich Thießen (Hrsg.)

# **Geschäftsfelder des Investmentbanking**

Kapitalmarktgeschäfte – Handel – Assetmanagement

1. Auflage

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

---

**Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek**

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de/> abrufbar.

---

**Print:** ISBN 978-3-7910-4990-8 Bestell-Nr. 12016-0001

**ePub:** ISBN 978-3-7910-4992-2 Bestell-Nr. 12016-0100

**ePDF:** ISBN 978-3-7910-4993-9 Bestell-Nr. 12016-0150

Heinz J. Hockmann und Friedrich Thießen

**Geschäftsfelder des Investmentbanking**

1. Auflage, Januar 2021

© 2020 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH

[www.schaeffer-poeschel.de](http://www.schaeffer-poeschel.de)

[service@schaeffer-poeschel.de](mailto:service@schaeffer-poeschel.de)

Bildnachweis (Cover): © ipopba, Adobe Stock

Produktmanagement: Alexander Kühn

Lektorat: Adelheid Fleischer

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Alle Rechte, insbesondere die der Vervielfältigung, des auszugsweisen Nachdrucks, der Übersetzung und der Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen, vorbehalten. Alle Angaben/Daten nach bestem Wissen, jedoch ohne Gewähr für Vollständigkeit und Richtigkeit.

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Ein Unternehmen der Haufe Group

---

# Vorwort

Investmentbanking ist ein schillernder Begriff, der aus dem Bankgeschäft einerseits nicht mehr wegzudenken ist, andererseits nach wie vor polarisiert. Über Inhalt und Wesen des Investmentbankings gibt es unterschiedliche Vorstellungen. Häufig wird dieser allein mit Investmentbanken in Verbindung gebracht, obwohl es auch in Universalbanken stattfindet. Dann wieder wird Investmentbanking mit dem Kapitalmarktgeschäft insgesamt gleichgesetzt. Beide Ansichten haben etwas für sich.

Nachdem das Vorgängerwerk – Investmentbanking – in 3 Auflagen erschienen ist, haben wir nunmehr eine Aufteilung in ein Lehrbuch mit allgemeinen und übergreifenden Fragestellungen und ein darauf aufbauendes Fachbuch mit speziellen Geschäftsaktivitäten von Investmentbanken vorgenommen. Dieses Fachbuch legt den Schwerpunkt auf den Kapitalmarkt. Es geht dabei zunächst um die Geschäfte am Primärmarkt, eine klassische Investmentbanking-Aktivität, die sich dem Emissionsgeschäft widmet. Neben den Primärmarktaktivitäten wird ein weiterer Fokus auf den Sekundärmarkt gelegt. Abgeschlossen wird der zweite Band mit dem Asset Management, das weniger auf die Methoden ausgerichtet ist, sondern sich die geschäftliche Sichtweise des Investmentbankings zu eigen macht.

Von anderen Büchern unterscheidet sich dieses weiterführende Fachbuch insbesondere dadurch, dass eine größere Zahl von Autoren aus Theorie und Praxis zu speziellen Geschäftsaktivitäten im Investmentbanking aus ihrer jeweils spezialisierten Sicht beigetragen haben. Dennoch handelt es sich nicht um eine lose, unzusammenhängende Folge von Beiträgen wie in einem Sammelwerk. Vielmehr musste der Spagat gemacht werden zwischen möglichst großer Authentizität und Individualität in den spezialisierten Teildisziplinen und dem Zusammenhalt des Gesamtwerkes. Wir haben diesen Schritt gewagt, um möglichst nahe an die Realität des Investmentbankings heranzukommen.

Dem Autorenteam ist bewusst, dass das Werk unvollkommen bleiben muss. Die Komplexität des Investmentbankings erlaubt es nicht, alle Geschäftsarten und alle Facetten mit der gleichen Tiefe zu behandeln. So wünscht sich der eine Leser eine intensivere mathematische Durchdringung der Probleme; ein anderer legt Wert auf die rechtlichen Grundlagen; der dritte erwartet eine stärkere theoretische Fundierung; der vierte Leser will verständlicherweise mehr über den Einsatz der IT wissen und der fünfte erhofft sich mehr Informationen über Usancen und Gewohnheiten an den hier nicht behandelten Segmenten der Wertpapiermärkte. All diese Wünsche sind berechtigt, können aber verständlicherweise nicht gleichermaßen berücksichtigt werden. Da das Investmentbanking ein dynamisches und lebendiges Geschäft ist, werden wir uns bemühen, diese Veränderungen gemeinsam mit dem Füllen von Lücken in weiteren Fassungen dieses Fachbuches gerecht zu werden.

Bei einem solchen komplexen Werk ist einer Vielzahl von Beteiligten Dank auszusprechen. Neben dem Autorenteam, das bereits genannt wurde, ist insbesondere dem Verlag mit Alexander Kühn als verantwortlichem Produktmanager und Adelheid Fleischer für die didaktische Aufbereitung des Textes zu danken. Frau Uta Martin von der TU Chemnitz leistete unverzichtbare Koordinierungsarbeit.

Prof. Dr. Heinz J. Hockmann  
Prof. Dr. Friedrich Thießen

Frankfurt, November 2020  
Chemnitz, November 2020

---

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	5
<b>I Kapitalmarktgeschäfte .....</b>	<b>21</b>
<b>1 Equity Capital Markets .....</b>	<b>23</b>
1.1 Einführung .....	23
1.2 Marktstruktur und Börsenplätze in Deutschland .....	24
1.3 Initial Public Offering .....	25
1.3.1 Motive für einen Börsengang aus Sicht des Emittenten .....	25
1.3.2 Prozess und Ablauf eines IPOs .....	27
1.3.3 »Börsengang« von Unternehmensbereichen .....	71
1.4 Kapitalerhöhung .....	75
1.4.1 Überblick .....	75
1.4.2 Kapitalerhöhungen mit Bezugsrecht .....	75
1.4.3 Kapitalerhöhungen ohne Bezugsrecht .....	91
1.5 Wandel- und Umtauschanleihen .....	99
1.5.1 Überblick .....	99
1.5.2 Abgrenzung .....	102
1.5.3 Rechtliche Grundlagen .....	102
1.5.4 Ausgestaltungsmöglichkeiten .....	104
1.5.5 Motive .....	106
1.5.6 Dokumentation .....	106
1.5.7 Vermarktung und Investoren .....	107
1.5.8 Preisfestlegung .....	108
1.5.9 Bankenprovision .....	110
<b>2 Debt Capital Markets .....</b>	<b>113</b>
2.1 Abgrenzung .....	113
2.2 Entstehung des Fremdkapitalmarktes .....	114
2.3 Anleihen/Schuldverschreibungen .....	115
2.3.1 Ausstattung .....	115
2.3.2 Emittentensegmente .....	125
2.4 Corporate Schuldscheinanleihen .....	130
2.4.1 Abgrenzung und Definition .....	130
2.4.2 SSD-Markt .....	132
2.4.3 Anleihe und Schuldschein im Vergleich .....	134

2.5	Beteiligte am Fremdkapitalmarkt .....	135
2.5.1	Emittenten .....	136
2.5.2	Intermediäre .....	138
2.5.3	Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer .....	139
2.5.4	Investoren .....	139
2.6	Fremdkapitalmarkt .....	142
2.6.1	Primärmarkt .....	142
2.6.2	Sekundärmarkt .....	147
2.6.3	Marktindikatoren: Indizes .....	154
2.7	ESG Finance .....	156
2.7.1	Einführung .....	156
2.7.2	Green Bonds/Green Schuldscheindarlehen .....	157
2.7.3	Green Bond Principles .....	157
2.7.4	Social Bonds .....	159
2.7.5	Plattformen/Digitalisierung .....	159
<b>3</b>	<b>Asset Backed Securities und Collateralized Loan Obligations .....</b>	<b>163</b>
3.1	Einführung .....	163
3.2	Grundlage von Verbriefungsstrukturen .....	164
3.3	Vorteile von Verbriefungen .....	165
3.4	Risiken von Verbriefungen .....	165
3.5	Aufbau von Verbriefungsstrukturen über Zweckgesellschaften .....	167
3.6	Lebenszyklus einer verbrieften Struktur .....	168
3.7	Unrühmliche Rolle von ABS-Papieren in der Finanzmarktkrise .....	171
3.8	Die Tranchierung am Beispiel von CLO .....	174
3.8.1	Grundlagen .....	174
3.8.2	Die Ertragskaskade .....	175
3.8.3	Credit Enhancement – Verbesserung der Bonität .....	176
3.9	Grundlagen der Kreditrisikoberechnung .....	184
3.9.1	Einführung .....	184
3.9.2	Der Zwei-Asset-Fall ohne Korrelation .....	184
3.9.3	Der Zwei-Asset-Fall mit Korrelation .....	186
3.9.4	Der Drei-Asset-Fall ohne Korrelation .....	188
3.9.5	Vereinfachtes Fallbeispiel eines CLOs .....	188
3.10	Regulatorische Vorgaben für CLOs .....	192
3.10.1	Banken .....	192
3.10.2	Versicherungen und Altersvorsorge .....	193
3.10.3	Regulierungsarbitrage .....	194
<b>4</b>	<b>Real Estate Investmentbanking .....</b>	<b>199</b>
4.1	Einleitung .....	199
4.2	Wertschöpfungsfelder des Real Estate Investmentbanking .....	199

4.3	Spezifika von Immobilien .....	200
4.4	Zusammenhänge zwischen Immobilien- und Kapitalmarkt .....	202
4.5	Anforderungen an kapitalmarktfähige Immobilieninvestments .....	204
4.6	Aufgabe des Real Estate Investmentbanking .....	206
4.7	Performance-Management .....	208
4.7.1	Grundlagen .....	208
4.7.2	Finance Management von Portfoliotransaktionen .....	210
4.7.3	Workout-Management – Non-Performing-Loan-Transaktionen .....	211
<b>II</b>	<b>Handel .....</b>	<b>215</b>
<b>5</b>	<b>Brokerage und Market Making .....</b>	<b>217</b>
5.1	Einführung .....	217
5.2	Emissionsgeschäft als Grundlage des Handels .....	218
5.3	Brokerage (Kundengeschäft) .....	219
5.3.1	Individuelles Brokergeschäft .....	220
5.3.2	Order in marktüblicher Größenordnung .....	220
5.3.3	Handeln aus dem eigenen Bestand .....	221
5.3.4	Orders mit Marktbeeinflussung .....	221
5.3.5	Orders mit Ermessensspielraum und Benchmark .....	222
5.3.6	Orders mit komplexen Nebenbedingungen .....	222
5.3.7	Portfoliohandel .....	223
5.3.8	Orders, die ohne Kenntnis des Brokers abgewickelt werden sollen .....	223
5.3.9	Orders, die mit Handelsalgorithmen abgewickelt werden sollen .....	223
5.3.10	Orders mit regulatorischen Nebenbedingungen .....	224
5.3.11	Brokerage an schwierigen Märkten .....	224
5.3.12	Ausgleichspreisstellung aufgrund Mischkalkulation .....	225
5.3.13	Netting .....	225
5.3.14	Spezielle Informationen im Markt und einseitige Orderflows .....	225
5.3.15	Optimale Größe eines Brokers .....	226
5.4	Market Making .....	226
5.4.1	Automatisierung .....	227
5.4.2	Dauer der Positionshaltung .....	228
5.4.3	Risikomanagement .....	228
5.4.4	Notwendige Bestände .....	229
5.4.5	Preis Anpassungen .....	230
5.4.6	Market Making und Designated Sponsoring .....	231
5.4.7	Internalisierung .....	232
5.5	Wholesale Brokerage – ein spezielles Geschäftsmodell im Brokerage .....	232

5.6	Allgemeine Aspekte des Brokerage .....	234
5.6.1	Organisation des Brokers .....	234
5.6.2	Systeme .....	235
5.6.3	Eingang von Orders .....	235
5.6.4	Pre- and Post-Trade-Processing .....	236
5.6.5	Anbindung an Handelsplätze: Routing .....	237
5.6.6	Best-Execution-Policies .....	239
5.6.7	Abwicklung .....	239
5.6.8	Geschwindigkeit der Handelsausführung (Hochfrequenzhandel) .....	241
5.6.9	Blockchain .....	241
<b>6</b>	<b>Eigenhandel, Principal und Proprietary Trading .....</b>	<b>243</b>
6.1	Einführung .....	243
6.2	Principal Trading .....	244
6.3	Proprietary Trading .....	244
6.3.1	Strategien im Proprietary Trading .....	245
6.3.2	Management Buch .....	245
6.3.3	Positionstrading aus dem Brokerage .....	246
6.3.4	Arbitrage Trading .....	247
6.3.5	Spread Arbitrage .....	248
6.3.6	Korrelationstrading .....	248
6.3.7	Latency Trading .....	249
6.3.8	Liquiditätsarbitrage .....	250
6.4	Organisatorische Aspekte des Tradings .....	250
6.4.1	Frontoffice .....	251
6.4.2	Die «High-touch»- und «Low-touch»-Debatte .....	252
6.4.3	Middleoffice .....	253
6.4.4	Backoffice .....	253
6.5	Neuere Entwicklungen .....	253
<b>7</b>	<b>Der Hochfrequenzhandel .....</b>	<b>257</b>
7.1	Definition und Abgrenzung .....	257
7.2	Abgrenzung, Ziele, Umfang und Auswirkungen .....	258
7.3	Rahmenbedingungen und Organisation .....	260
7.3.1	Börsen und Handelssysteme .....	260
7.3.2	Order-Routing .....	262
7.3.3	Technische Aspekte .....	263
7.4	Strategien und Konzepte .....	265
7.5	Stärken-Schwächen .....	274
7.6	Regulierung .....	275
7.7	Schlussbemerkungen .....	276

---

<b>III</b>	<b>Asset Management</b> .....	279
<b>8</b>	<b>Grundlagen des Asset Managements</b> .....	281
8.1	Grundbegriffe .....	281
8.1.1	Abgrenzung Asset Management .....	281
8.1.2	Zielsetzung .....	281
8.1.3	Präferenzen .....	282
8.1.4	Assetklassen .....	283
8.1.5	Assetallokation .....	284
8.1.6	Investmentstil .....	284
8.1.7	Formen der Vermögensverwaltung .....	285
8.1.8	Dienstleistungen im Asset Management .....	285
8.2	Anbieter von Asset-Management-Leistungen .....	286
8.2.1	Vollintegrierte Anbieter .....	287
8.2.2	Spezialisierte Anbieter .....	287
8.3	Investorenaktivismus .....	288
8.3.1	Stewardship .....	289
8.3.2	Investorenaktivismus durch passive Fonds .....	290
8.4	Nachfrager von Asset-Management-Leistungen .....	292
8.4.1	Institutionelle Investoren .....	292
8.4.2	Private Nachfrager .....	293
8.5	Akquisition von Asset-Management-Mandaten .....	294
<b>9</b>	<b>Der Asset-Management-Prozess</b> .....	297
9.1	Einleitung .....	297
9.2	Entscheidungsfindung .....	298
9.3	Weitere Entscheidungskriterien .....	301
9.3.1	Länderzusammensetzung .....	301
9.3.2	Anzahl von Einzeltiteln im Portefeuille .....	301
9.3.3	Größe einer Einzelposition .....	302
9.3.4	Untersuchungsmethode: Quantitatives Portfoliomanagement .....	302
9.3.5	Ausschüttungsquote und Zinselastizität .....	303
9.3.6	Liquidität .....	303
9.4	Style-Investment .....	304
9.5	Schlussbetrachtung .....	305
9.6	Fallbeispiel: Asset Management für einen individuellen Investor .....	305
<b>10</b>	<b>Strategische und taktische Assetallokation</b> .....	317
10.1	Einführung .....	317
10.2	Das Markowitz-Modell und seine Probleme für die Assetallokation .....	318
10.3	Portfoliostrukturierungsprozess in der Praxis .....	320

10.4	Techniken der strategischen Assetallokation .....	322
10.4.1	Anlegerzielerfassung .....	323
10.4.2	Kapitalmarktmöglichkeitenerfassung .....	323
10.4.3	Auswahl der relevanten Assetklassen .....	324
10.4.4	Anzahl einbezogener Assetklassen .....	324
10.4.5	Erfassung der Ertragspotenziale .....	325
10.4.6	Die Risikoparameter (Volatilität und Korrelation) .....	325
10.4.7	Optimierungsmethode .....	325
10.4.8	Dynamik in der strategischen Assetallokation .....	326
10.5	Techniken der taktischen Assetallokation .....	327
10.5.1	Zur Relevanz der TAA aus theoretischer Sicht .....	327
10.5.2	Praktische Vorgehensweisen bei der TAA .....	327
<b>11</b>	<b>Aktives Portfoliomanagement</b> .....	<b>331</b>
11.1	Einführung .....	331
11.1.1	Was ist aktives Management? .....	331
11.1.2	Historie .....	332
11.1.3	Abgrenzung .....	332
11.1.4	Mischformen .....	333
11.1.5	Volkswirtschaftliche Sicht .....	333
11.2	Messkonzepte des Ex-post-Erfolges im aktiven Management .....	335
11.2.1	Rendite- und Risikobestimmung .....	335
11.2.2	Tracking Error .....	337
11.2.3	Active Share .....	337
11.2.4	Sharpe Ratio .....	338
11.2.5	Information Ratio .....	338
11.3	Systematische Alphagenerierung als Grundlage des aktiven Managements .....	340
11.4	Das fundamentale Gesetz des aktiven Managements .....	345
11.4.1	Herleitung .....	345
11.4.2	Transaktionskoeffizient .....	350
11.4.3	Transaktionskosten .....	351
11.4.4	Strategy Risk .....	351
11.4.5	Timing .....	352
11.5	Die Bewertung von aktivem Management in der Literatur .....	352
11.6	Schlussbemerkungen .....	354
<b>12</b>	<b>Passive Investments</b> .....	<b>357</b>
12.1	Einleitung .....	357
12.2	Historische Entwicklung .....	358
12.3	Rechtliches Umfeld .....	360

12.4	Entwicklung des Marktes für passive Investments .....	362
12.4.1	Marktentwicklung .....	362
12.4.2	Gebührenstruktur .....	364
12.4.3	Anwendungsfelder .....	365
12.4.4	Kostenkomponenten .....	366
12.5	Replikationsmethoden .....	368
12.5.1	Physische Replikation .....	368
12.5.2	Synthetische Replikation .....	368
12.6	Tracking Error .....	370
12.7	Passive Investments und Finanzmarktqualität .....	370
12.7.1	Einfluss passiver Investments auf Finanz- und Produktmärkte .....	370
12.7.2	ETFs und extreme Marktverhältnisse .....	371
12.8	Corporate Governance .....	372
12.8.1	Wahrnehmung von Aktionärsrechten .....	372
12.8.2	Verhalten passiver Fonds beim Ausüben von Stimmrechten .....	374
12.8.3	Outsourcing von Vertretungsrechten .....	375
12.9	Aktivistische Kampagnen .....	375
12.10	Wertpapierleihe .....	376
12.11	Regulierung und Systemrisiken .....	376
<b>13</b>	<b>Faktor- und Style-Investing .....</b>	<b>381</b>
13.1	Grundlagen .....	381
13.2	Investment Styles und konzeptionell-theoretische Grundlagen .....	383
13.2.1	Einfaktorenmodell und Anomalien .....	383
13.2.2	Mehrfaktorenmodelle .....	384
13.3	Investment-Styles in der Praxis .....	385
13.3.1	Investment-Styles aus Anbieter-Perspektive (Asset-Manager-Sicht) .....	385
13.4	Aufbauorganisation im Asset Management .....	386
13.4.1	Spezialisierung .....	386
13.4.2	Fristigkeit .....	387
13.4.3	Ablauforganisation .....	387
13.4.4	Quant-Produkte .....	388
13.4.5	Holdingsbasierte Risikomodellierung .....	389
13.5	Multi-Manager-Strategien .....	390
13.6	Eigenschaften wichtiger Investment-Styles .....	393
13.6.1	Value-Style .....	393
13.6.2	Growth-Style .....	394
13.6.3	Quality-Style/Low-Risk-Style .....	394
13.6.4	Size-Style .....	395
13.6.5	Foreign-Exposure-Style .....	395

<b>14</b>	<b>Portfolio Insurance</b> .....	397
14.1	Einführung .....	397
14.2	Grundlagen der Portfolio-Insurance-Strategie .....	397
14.3	Eigenschaften der Portfolio-Insurance-Strategie .....	399
	14.3.1 Varianten der Portfolio-Insurance-Strategie .....	400
	14.3.2 Bewertung von Portfolio-Insurance-Strategien .....	401
14.4	Aufbau einer CPPI-Strategie .....	402
14.5	Pfadabhängigkeit der CPPI-Strategie .....	405
14.6	Varianten der CPPI-Strategie .....	407
	14.6.1 Time Invariant Portfolio Protection (TIPP) .....	407
	14.6.2 Lock-in-Effekt und Reservepuffer .....	408
	14.6.3 Seitwärtsmärkte und Transaktionsfilter .....	408
	14.6.4 Multiplikatorbestimmung und Gap Risk .....	408
	14.6.5 CPPI im Overlaymanagement .....	410
	14.6.6 Ermittlung eines angemessenen Risikopuffers .....	410
14.7	Fazit .....	414
<b>15</b>	<b>Investment Research</b> .....	417
15.1	Grundlagen .....	417
	15.1.1 Ziele und Aufgaben .....	417
	15.1.2 Einsatzgebiete und Zielgruppen .....	418
	15.1.3 Klassifikation von Research-Varianten .....	419
	15.1.4 Organisation des Research .....	420
	15.1.5 Analyst, Analystenvereinigung, Verhaltenskodizes .....	421
	15.1.6 Buy-Side-Research .....	425
	15.1.7 Sell-Side-Research .....	427
	15.1.8 Produktkategorien .....	431
	15.1.9 Entgelt und Kosten .....	433
	15.1.10 Erfolgskritische Faktoren und Controlling .....	435
15.2	Investment Research – Methodenbeispiele .....	438
	15.2.1 Überblick .....	438
	15.2.2 Die Methoden und ihre Systematisierung .....	438
	15.2.3 Methodeneinsatz .....	440
	15.2.4 Methodenarten und typische Fragestellungen .....	440
	15.2.5 Selection: Bewertung von Einzelobjekten .....	441
	15.2.6 Timing: Trenderkennung und Einstiegszeitpunkte .....	445
	15.2.7 Markets: Bewertung von Märkten .....	449
	15.2.8 Erfolgskritische Faktoren und Controlling .....	453

---

<b>16</b>	<b>Performancemessung, -analyse und -präsentation</b>	<b>457</b>
16.1	Einführung	457
16.1.1	Begriffe und Ziele	457
16.1.2	Probleme der Performancemessung	458
16.1.3	Objekte der Performancemessung	459
16.1.4	Interessenten der Performancemessung	459
16.2	Instrumente und Methoden	463
16.2.1	Renditeberechnung	463
16.2.2	Bestimmung der Benchmark	467
16.2.3	Risikoquantifizierung als Grundlage der risikobereinigten Performancemessung	468
16.2.4	Risikobereinigte Performancemaße	473
16.3	Performanceattribution	482
16.3.1	Selektion	484
16.3.2	Allokation	484
16.3.3	Interaktion	485
16.3.4	Berechnung der Erfolgsbeiträge von Selektion, Allokation und Interaktion	485
16.4	Performance Presentation Standards	488
16.4.1	Historie	489
16.4.2	Wesentliche Prinzipien der Standards	490
16.4.3	Compliance-Erklärung	491
16.5	Erfolgskritische Faktoren	492
16.5.1	Datenversorgung	492
16.5.2	Software	492
16.6	Controlling	493
	Stichwortverzeichnis	497
	Herausgeber und Autoren	507



---

# Abbildungsverzeichnis

<b>Abb. 1.1:</b>	Motive für einen Börsengang aus Sicht von Unternehmern .....	26
<b>Abb. 1.2:</b>	Vorbehalte gegenüber einem Börsengang .....	27
<b>Abb. 1.3:</b>	Wesentliche Beteiligte im IPO-Prozess .....	28
<b>Abb. 1.4:</b>	Projektphasen im IPO-Prozess (schematisch) .....	33
<b>Abb. 1.5:</b>	Schema einer möglichen IPO-Projektorganisation .....	36
<b>Abb. 1.6:</b>	Schematischer IPO-Zeitplan .....	39
<b>Abb. 1.7:</b>	Research-Veröffentlichungen und Investorenevents im Nachgang zu einem IPO am Beispiel der Begleitung der HELLA GmbH & Co. KGaA im ersten Jahr nach ihrem Börsengang .....	41
<b>Abb. 1.8:</b>	Deckblatt des Wertpapierprospektes der Voltabox AG für den IPO 2017 .....	51
<b>Abb. 1.9:</b>	Konsortium des IPO der Voltabox AG, 2017 .....	57
<b>Abb. 1.10:</b>	Konsortium des IPO der Siemens Healthineers AG 2018 .....	57
<b>Abb. 1.11:</b>	Schema eines Vermarktungsprozesses .....	63
<b>Abb. 1.12:</b>	Bezugsangebot der Hamborner REIT AG, veröffentlicht am 12.09.2016 im (elektronischen) Bundesanzeiger .....	83
<b>Abb. 1.13:</b>	Schematischer Zeitplan Bezugsrechtskapitalerhöhung (traditionelle Bezugspreisfestlegung) .....	84
<b>Abb. 1.14:</b>	Wandel- und Umtauschanleihen als Kombination aus Anleihe und Aktienoption .....	100
<b>Abb. 1.15:</b>	Preisprofil einer Wandelanleihe .....	101
<b>Abb. 1.16:</b>	Motive für die Ausgabe einer Wandel- bzw. Umtauschanleihe .....	106
<b>Abb. 1.17:</b>	Wesentliche Dokumente bei einer Wandel- bzw. Umtauschanleihe .....	107
<b>Abb. 2.1:</b>	Die Haftungskaskade der Finanzinstrumente von Banken .....	117
<b>Abb. 2.2:</b>	Covered Bond-Märkte .....	119
<b>Abb. 2.3:</b>	Ratingsysteme großer Ratingagenturen .....	123
<b>Abb. 2.4:</b>	Marktsegmente nach Publizität und Standardisierung .....	131
<b>Abb. 2.5:</b>	Emissionsvolumina am deutschen SSD-Markt in Mrd. Euro .....	133
<b>Abb. 2.6:</b>	Beteiligte an einer Fremdkapitalmarkttransaktion .....	136
<b>Abb. 2.7:</b>	Bilanzsummen in US-Dollar von EZB, Fed, BoJ .....	142
<b>Abb. 2.8:</b>	Stellung der Bank zwischen Emittent und Investor .....	143
<b>Abb. 2.9:</b>	Preisableitung bei Credit-Produkten und Spread Trades .....	153
<b>Abb. 2.10:</b>	Entwicklung der Schuldscheindarlehenplattformen im Zeitverlauf .....	159
<b>Abb. 2.11:</b>	Emissionen auf elektronischen Plattformen 2016–2018 .....	160
<b>Abb. 3.1:</b>	Übersicht zu Verbriefungsvarianten .....	164
<b>Abb. 3.2:</b>	Aufbau einer Verbriefungsstruktur .....	167
<b>Abb. 3.3:</b>	Lebenszyklus einer verbrieften Struktur (CLO) .....	169
<b>Abb. 3.4:</b>	Schematische Struktur einer CLO .....	175
<b>Abb. 3.5:</b>	Kaskadenstruktur eines CLO mit Tests .....	177
<b>Abb. 3.6:</b>	Teststatistiken von CLOs in graphischer Abbildung .....	179

<b>Abb. 3.7:</b>	Verlauf der Überdeckung der St. Pauls V für die Equity Tranche (Junior Tranche) .....	179
<b>Abb. 3.8:</b>	Verlauf einiger Teststatistiken in zeitlicher Entwicklung .....	180
<b>Abb. 3.9:</b>	Wahrscheinlichkeit im Zwei-Asset-Fall – das Venn-Diagramm .....	185
<b>Abb. 3.10:</b>	Zusammenhang zwischen erwarteter Ausfallwahrscheinlichkeit und deren Risiko .....	187
<b>Abb. 3.11:</b>	Ausfallkorrelation im Zwei-Asset-Fall .....	187
<b>Abb. 3.12:</b>	Zahl der Ausfälle und Wahrscheinlichkeit – ein nichtlinearer Zusammenhang .....	188
<b>Abb. 3.13:</b>	Erwartungswert des Verlustes als Integral .....	191
<b>Abb. 3.14:</b>	Risikogewichtung nach Basel III .....	193
<b>Abb. 4.1:</b>	Zusammenhänge zwischen Immobilien- und Kapitalmarkt (Beispiel Büroimmobilien) .....	203
<b>Abb. 4.2:</b>	Beteiligte an der immobilienwirtschaftlichen Wertschöpfung .....	207
<b>Abb. 4.3:</b>	Zyklische Investment-Strategien .....	209
<b>Abb. 4.4:</b>	Wertschöpfungsprozess bei leistungsgestörten immobilienbesicherten Krediten .....	212
<b>Abb. 7.1:</b>	Order-Routing .....	262
<b>Abb. 7.2:</b>	Vorgehensweise Spoofing .....	268
<b>Abb. 7.3:</b>	Vorgehensweise Layering .....	269
<b>Abb. 7.4:</b>	Vorgehensweise Momentum-Strategie .....	270
<b>Abb. 7.5:</b>	Vorgehensweise Arbitrage-Strategie .....	271
<b>Abb. 9.1:</b>	Top-down-Ansatz der Assetallokation .....	306
<b>Abb. 9.2:</b>	Risk/Return der Assetklassen .....	309
<b>Abb. 9.3:</b>	Optimierung von Portfolios mit Excel-Sheets .....	310
<b>Abb. 9.4:</b>	Berechnung der Efficient Frontier .....	311
<b>Abb. 9.5:</b>	Benchmark .....	314
<b>Abb. 10.1:</b>	Effizienter Rand und optimales Portfolio .....	319
<b>Abb. 10.2:</b>	Portfoliostrukturierungsprozess .....	321
<b>Abb. 11.1:</b>	Das Umsetzungsdreieck des aktiven Managements .....	351
<b>Abb. 12.1:</b>	Anzahl und Volumen (in Mrd. US-Dollar) der ETFs weltweit .....	362
<b>Abb. 12.2:</b>	Nettozuflüsse in Indexfonds nach Assetklassen (in Mrd. US Dollar) .....	363
<b>Abb. 12.3:</b>	Kumulierte Zuflüsse in US-Aktien-Indexfonds und ETFs im Vergleich zu aktiv gemanagten Aktien-Investmentfonds (in Mrd. US-Dollar, monatlich) .....	363
<b>Abb. 12.4:</b>	Total Expense Ratio für aktive und passive Investmentfonds (in Prozent) .....	367
<b>Abb. 12.5:</b>	Einsatz eines Total Return Swap bei der synthetischen Replikation .....	369
<b>Abb. 12.6:</b>	Anteile von BlackRock an deutschen DAX-Unternehmen in 2020 .....	373
<b>Abb. 12.7:</b>	Anteile von BlackRock, Vanguard und State Street an US-DJIA-Unternehmen in 2020 .....	373
<b>Abb. 13.1:</b>	Beispiel einer holdingsbasierten Darstellung der Faktorexposures .....	390
<b>Abb. 13.2:</b>	Beispiel einer returnbasierten Darstellung der Faktorexposures .....	392
<b>Abb. 14.1:</b>	Wertentwicklungsprofile im Vergleich .....	398

---

<b>Abb. 14.2:</b>	Renditedichtefunktionen im Vergleich .....	399
<b>Abb. 14.3:</b>	Szenario 1 – Simulierte Entwicklung einer CPPI-Strategie in einem Marktumfeld mit hohen unterjährigen Verlusten .....	406
<b>Abb. 14.4:</b>	Szenario 2 – Simulierte Entwicklung einer CPPI-Strategie in einem Marktumfeld mit geringen unterjährigen Verlusten .....	406
<b>Abb. 14.5:</b>	Monte-Carlo-Simulation einer CPPI-Strategie auf den Aktienmarkt (geringer Risikopuffer) .....	412
<b>Abb. 14.6:</b>	Monte-Carlo-Simulation einer CPPI-Strategie auf den Aktienmarkt (hoher Risikopuffer) .....	413
<b>Abb. 14.7:</b>	Monte-Carlo-Simulation einer CPPI-Strategie auf ein Mischportfolio .....	414
<b>Abb. 15.1:</b>	Coverage: Die Branchen- und Ländersegmentierung des Research einer Großbank .....	430
<b>Abb. 15.2:</b>	MACD .....	446
<b>Abb. 15.3:</b>	Bollinger-Oszillator .....	446
<b>Abb. 15.4:</b>	Kurzfristiges Anlagesystem .....	449
<b>Abb. 16.1:</b>	Einordnung der Performancemessung in den Asset-Management-Prozess .....	460
<b>Abb. 16.2:</b>	Organisatorische Einbindung der Performancemessung im Asset-Management-Prozess .....	462
<b>Abb. 16.3:</b>	Berechnung der wertgewichteten Rendite .....	465
<b>Abb. 16.4:</b>	Berechnung der zeitgewichteten Rendite .....	465
<b>Abb. 16.5:</b>	Regressionsgerade durch die Punktepaare der Überschussrenditen .....	478
<b>Abb. 16.6:</b>	Grafische Darstellung des Sharpe-Maßes .....	480
<b>Abb. 16.7:</b>	Grafische Darstellung der Treynor-Ratio .....	480
<b>Abb. 16.8:</b>	Grafische Darstellung des Jensen-Maßes .....	481
<b>Abb. 16.9:</b>	Zerlegung der Portfoliorendite .....	484
<b>Abb. 16.10:</b>	Aufspaltung von Renditen zur Attribution .....	486



---

# I Kapitalmarktgeschäfte



---

# 1 Equity Capital Markets<sup>1</sup>

## KAPITELNAVIGATOR

- Sie können die Beteiligten bei IPOs nach ihrer Funktion beschreiben.
- Sie erklären einem Unternehmen die vier Phasen von IPO-Projekten.
- Sie stellen eine Equity-Story auf und begründen ihre Struktur.
- Sie können wichtige Facetten des Wertpapierprospektes erläutern.
- Sie können Rolle und Aufbau von Emissionskonsortien erklären.
- Sie können Unterschiede von IPOs und Folgetransaktionen wie Kapitalerhöhungen und Umplatzierungen aufzeigen und bewerten.
- Sie können das Emissionsgeschäft mit Kapitalersatzmaßnahmen skizzieren und die Verfahren vergleichen.

## 1.1 Einführung

Beim Aktienemissionsgeschäft in einer Investmentbank geht es um die Platzierung von verbrieftem und damit fungiblem Eigenkapital von Unternehmen. Hierbei kann es sich handeln um

- die erstmalige Börsennotierung und Platzierung von Aktien (Börsengang oder IPO),
- eine Folgebeforschung von Eigenkapital über die Börse (Kapitalerhöhung) oder
- den Verkauf von bereits notierten Aktien an andere Investoren (Sekundärplatzierungen), sowie
- Kombinationen der oben genannten Transaktionsarten.

Das große Volumen an IPOs (Initial Public Offerings) in einigen Jahren und die Folgetransaktionen über den Kapitalmarkt in anderen Jahren unterstreichen den Gewinn an unternehmerischem Gestaltungsspielraum, den ein Börsenlisting für die Refinanzierung eines Unternehmens bereitet – und dies in allen möglichen unternehmerischen Situationen: Expansion, Restrukturierung und strukturierter Eigentümerwechsel.

Die Aufgaben der emissionsbegleitenden Banken umfassen dabei die Beratung von Management und Altaktionären, die Strukturierung der Aktientransaktion, die Begleitung bei der Erstellung der notwendigen Dokumentation, Platzierung der Aktien bei Investoren sowie die Börsenzulassung und das Settlement.

---

1 Autoren: Ute Gerbaulet und Eike Oenschläger

## 1.2 Marktstruktur und Börsenplätze in Deutschland

Welche Wertpapiere zu einem bestimmten Börsensegment gehören bzw. dafür zugelassen sind, ist in einem gesetzlichen oder privatrechtlichen Regelwerk festgelegt. Dieses enthält meist auch Vorschriften für den Ablauf des Handels mit diesen Wertpapieren, zum Beispiel über die Kursstellung und über die Rechte und Pflichten der Handelsteilnehmer.

In Europa gibt es zwei Zugänge zum Kapitalmarkt:

- *EU-regulated Markets*. Dies sind von der EU gesetzlich regulierte Märkte.
- *Regulated Unofficial Markets*. Dies sind Märkte, die (nur) von den Börsen selbst reguliert werden.

An der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) führt ein Börsengang im regulierten Markt in den General Standard oder seinen Teilbereich Prime Standard, der weitere Zulassungsfolgepflichten hat. Eine Notierungsaufnahme im Freiverkehr hingegen kann in die von der Börse regulierten Primärmarktsegmente »Scale« (seit März 2017, davor »Entry Standard«) oder »Quotation Board« (für Wertpapiere, die nicht im regulierten Markt der FWB zugelassen, sondern bereits an einem anderen in- oder ausländischen und von der Deutsche Börse AG anerkannten börsenmäßigen Handelsplatz zugelassen sind) führen (privatrechtliche Handelssegmente). Darüber hinaus gibt es im Freiverkehr das »Auffangsegment« Basic Board für Emittenten, die im abgeschafften Entry Standard gelistet waren, aber die Voraussetzungen für das Folgesegment Scale nicht erfüllen oder noch keinen Wechsel in ein anderes Segment beantragt haben.

Neben der Frankfurter Wertpapierbörse, die auch den wichtigen elektronischen Handelsplatz Xetra betreibt, gibt es in Deutschland mehrere Regionalbörsen, die allerdings im Rahmen von Equity-Capital-Markets-Transaktionen nur eine untergeordnete Rolle spielen.

Die Mitgliedschaft in einem der Börsensegmente ist für den Emittenten der Wertpapiere mit bestimmten Zulassungskriterien und Verpflichtungen verbunden. Diese betreffen vor allem Publizitätsvorschriften (Ad-hoc-Publizität, Finanzberichte), unter Umständen auch die Unternehmensgröße sowie die Mindesthöhe von Streubesitz und Marktkapitalisierung. An welcher Börse und in welchem Börsensegment eine Emission stattfindet, kann das Unternehmen frei entscheiden.

Solche regulierten Börsensegmente dienen der Qualitätssicherung im Börsenhandel. Anleger können sich darauf verlassen, dass der Handel mit den Wertpapieren eines bestimmten Segments und ggf. auch die Finanzberichte des Emittenten bestimmten Qualitätsansprüchen genügen.

Anforderungen an Emittenten		
EU-regulierter Markt	Gesetzliche Transparenzregeln, z. B.:	Zusätzliche Transparenzregeln:
Prime Standard	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Jahresabschluss u. Zwischenberichte nach IFRS<sup>1)</sup></li> <li>• Offenlegung von Directors' Dealings</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Quartalsfinanzberichte (auch in englischer Sprache)</li> <li>• Unternehmenskalender</li> <li>• Analystenkonferenz</li> </ul>
General Standard	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ad-hoc-Publizitätspflicht<sup>1)</sup></li> <li>• Meldeschwellen<sup>1)</sup></li> <li>• Kontrollwechsel<sup>2)</sup></li> </ul>	
Börsenregulierter Markt (Freiverkehr)	Gesetzliche Regeln, z. B.:	Zusätzliche Transparenzregeln:
Scale	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ad-hoc-Publizitätspflicht (Scale)<sup>1)</sup></li> <li>• Insiderregeln sind zu beachten<sup>1)</sup></li> <li>• Marktmissbrauch<sup>1)</sup></li> <li>• Regeln zum öffentlichen Angebot<sup>3)</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Jahresabschluss u. verkürzter Halbjahresabschluss nach GAAP (HGB)</li> <li>• Wesentliche Unternehmensnachrichten</li> <li>• Unternehmenskurzportrait und Kalender</li> </ul>
Quotation Board/Basic Board		
<sup>1)</sup> Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) <sup>2)</sup> Wertpapiererwerbs- u. Übernahmegesetz (WpÜG) <sup>3)</sup> Wertpapierprospektgesetz (WpPG)		

**Tab. 1.1:** Anforderungen an Emittenten in verschiedenen Marktsegmenten  
Quelle: Deutsche Börse Group

Emittenten, die im Prime Standard notieren, erfüllen höchste europäische Transparenzanforderungen und können damit globale Investoren ansprechen und sich dem internationalen Wettbewerb um Kapital stellen. Der Entry Standard bzw. Scale ermöglichen kleineren und mittleren Unternehmen eine einfache, schnelle und kosteneffiziente Einbeziehung in den Börsenhandel. Daneben können nationale und internationale Unternehmen, deren Aktie erstmalig und unter geringen formalen Voraussetzungen in den Börsenhandel im Open Market einbezogen wird, von der Aufnahme in das First Quotation Board profitieren.

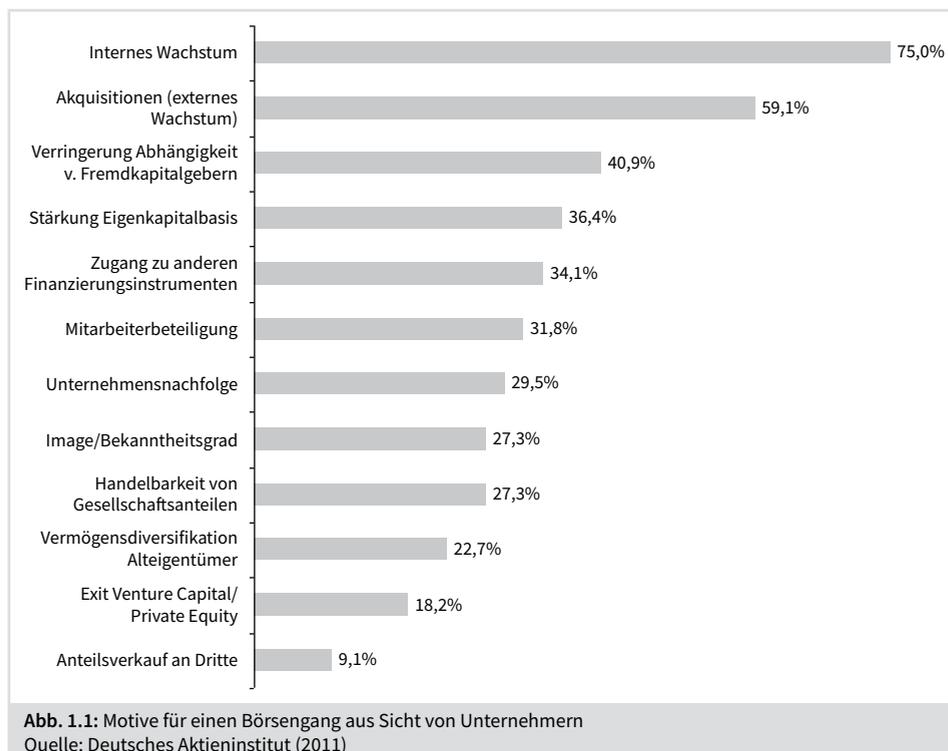
## 1.3 Initial Public Offering

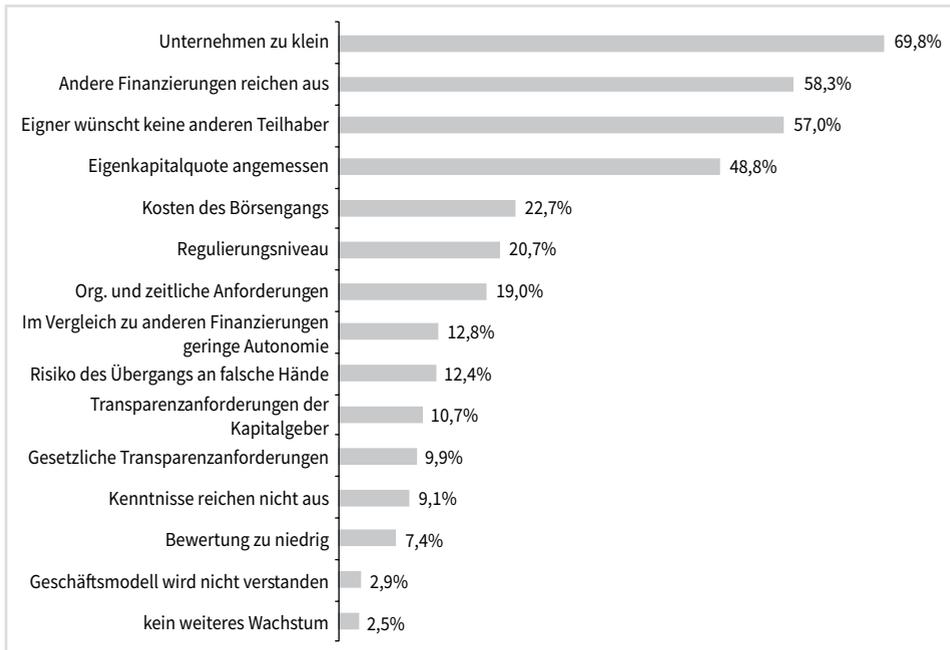
### 1.3.1 Motive für einen Börsengang aus Sicht des Emittenten

Das vorrangige Motiv für einen Börsengang aus Unternehmenssicht ist die Verbesserung der Eigenkapitalbasis eines Unternehmens und die Schaffung eines nachhaltigen Zugangs zu

Eigenkapitalinvestoren für Folgemaßnahmen. Damit wird das Unternehmen unabhängiger von der Finanzkraft des Inhabers (z. B. Familien, Konzernmutter oder Private Equity Unternehmen).

Eine Erhebung des DAI (Deutsches Aktieninstitut) aus dem Jahr 2011 zeigt folgende Motive für und Vorbehalte gegenüber einem Börsengang aus der Sicht von Unternehmen/Unternehmern (siehe Abbildung 1.1 und 1.2).





**Abb. 1.2:** Vorbehalte gegenüber einem Börsengang  
Quelle: Deutsches Aktieninstitut (2011)

## 1.3.2 Prozess und Ablauf eines IPOs

### 1.3.2.1 Beteiligte Parteien

Der Börsengang (oder IPO) einer Gesellschaft ist ein komplexes Projekt mit einer Vielzahl an unternehmensinternen und -externen Beteiligten. Die wesentlichen Parteien, die üblicherweise bei jedem IPO eine Rolle spielen, sind nachfolgend aufgeführt.

#### Anteilseigner

Eine der wichtigsten Beteiligtegruppen bei einem IPO sind die Anteilseigner. Faktisch wird die Entscheidung, ob ein IPO durchgeführt wird, von diesen getroffen. Sie entscheiden auch, ob sie ganz oder teilweise im Rahmen des IPO ihnen gehörende Aktien platzieren wollen. Sofern eine Kapitalerhöhung im Zusammenhang mit dem IPO geplant ist und/oder die Gesellschaft erst noch in eine börsenfähige Rechtsform umgewandelt werden muss (siehe unten), ist auch rechtlich die Beteiligung der Anteilseigner nötig, da hierfür Beschlüsse der Hauptversammlung (bei AG) bzw. der Gesellschafterversammlung (bei GmbH) nötig sind.



Die Anteilseigner können dabei generell in drei Gruppen eingeteilt werden:

- Finanzinvestoren,
- Familien(-gesellschaften)/Gründer und
- strategische Investoren (Konzerngesellschaften).

Jede dieser Eigentümergruppen hat spezifische Motive und Ziele im Zusammenhang mit einem Börsengang. Dies sollten Investmentbanken bereits bei der Bewerbung um das Mandat als auch bei der Strukturierung der Transaktion berücksichtigen. Zum Beispiel gehört es regelmäßig zum Geschäftsmodell von Finanzinvestoren, ihre Beteiligungen nach einer gewissen Haltefrist (insbesondere abhängig vom Anlagehorizont der entsprechenden Fonds) zu veräußern, wobei die Erlösmaximierung eine wesentliche Rolle spielt. Die Kategorie der angesprochenen neuen Investoren im IPO (langfristige Investoren/Hedgefonds) spielt daher eher eine untergeordnete Bedeutung; auch ist oftmals ein *Dual-Track*-Ansatz (parallele Vorbereitung des Börsengangs und des Verkaufs des Unternehmens an strategische oder Finanzinvestoren) eine überlegenswerte Struktur. Bei Familiengesellschaften sind häufig (zumindest neben der Erlösmaximierung) die Sicherung der kontrollierenden Stellung und die Schaffung eines stabilen Aktionärskreises auch nach dem IPO wesentliche Ziele. Bei Börsengängen von Konzerngesellschaften spielen eher strategische Überlegungen – wie (Teil-)Verkauf zum Zwecke der Finanzierung des Gesamtunternehmenswachstums oder die Fokussierung auf Kerngeschäftsfelder – eine Rolle, die bei der Strukturierung zu berücksichtigen sind.

### **Emittent**

Dreh- und Angelpunkt eines IPO ist naturgemäß die zu notierende Gesellschaft. Bei dieser ist unternehmensintern eine Vielzahl von Personen zu involvieren. Vor dem Hintergrund, dass

eine gesteuerte Vermarktung für die optimale Preisbildung von entscheidender Bedeutung ist und ein zu frühes Bekanntwerden etwaiger Börsenpläne vermieden werden sollte, ist der Kreis der Mitwirkenden nur nach Fortschritt des Projektes zu erweitern. Zu Beginn der strukturellen Überlegungen werden oftmals nur die Geschäftsleitung und wesentlich beteiligte Altaktionäre eingebunden sein. Bei einem Mitglied der Geschäftsführung/des Vorstandes sollte auch die interne Projektgesamtverantwortung liegen. Später werden nach und nach (sofern bereits vorhanden) die Leiter und ausgewählte Mitarbeiter wichtiger Stabsabteilungen wie Finanzen, Controlling und Recht eingebunden. In jedem Fall ist auf Arbeitsebene ein Kernteam zu bilden, in das schwerpunktmäßig Mitarbeiter des Rechnungswesens und Controllings einzubinden sind, da bei diesen die Vor-/Aufbereitung des gesamten Zahlenmaterials der Gesellschaft zu leisten ist. Weitere Mitglieder der ersten (und gegebenenfalls zweiten) Führungsebene und deren Mitarbeiter sollten aus Vertraulichkeitsgründen vor der offiziellen Bekanntmachung der Börsenpläne nur selektiv involviert werden, d. h., soweit deren Mitwirkung im Projekt notwendig ist.

### **Konsortialbanken**

Der Aufgabenbereich, der durch Investment- oder Geschäftsbanken sowie Wertpapierhandelshäuser im Rahmen eines Börsengangs abgedeckt wird, umfasst:

- die Strukturierung der Transaktion,
- die Durchführung der Financial Due Diligence,
- die Entwicklung des Emissionskonzeptes,
- die Vermarktung der Aktien bei potenziellen Investoren und deren Platzierung,
- die (technische) Ausgabe und Zeichnung der neuen Aktien sowie
- den Prozess der Börsenzulassung (einschließlich des Wertpapierprospektes) und der Notierungsaufnahme (Handel) der Aktien.

Da diese Aufgaben wesentliche Bereiche des gesamten IPO-Prozesses darstellen, hat sich darüber hinaus die Praxis entwickelt, dass die Projektorganisation und -koordination ebenfalls durch die (Führungs-)Banken geleistet wird. Dabei ist bei einem Börsengang die Begleitung durch nur eine Bank eher selten, üblicherweise werden die Tätigkeiten (teilweise mit unterschiedlichen Schwerpunkten) im Rahmen eines Bankenkonsortiums wahrgenommen. Wenn daher nachfolgend von der Bank die Rede ist, werden im Normalfall immer die Führungsbank(en) des Konsortiums gemeint sein.

### **Rechtsberater**

Generell beauftragen sowohl der Emittent als auch das Bankenkonsortium eigene Rechtsberater zur rechtlichen Begleitung des Börsengangs.

Die *Rechtsberater des Emittenten* sind dabei schwerpunktmäßig mit Nachfolgendem befasst:

- allgemeine gesellschaftsrechtliche Beratung des Emittenten (z. B. kapitalmarktfähige Satzung, Umwandlung der Gesellschaft in eine börsenfähige Kapitalgesellschaft, Vorbereitung/ Dokumentation der notwendigen Organbeschlüsse, Vorstands- und Aufsichtsratsbestellung),
- Schreiben des notwendigen Wertpapierprospektes,

- Prüfung der rechtlichen Verhältnisse des Emittenten (sogenannte Legal Due Diligence)
- Betreuung des Prospektbilligungsverfahrens bei der BaFin und des Börsenzulassungsverfahrens,
- Prüfung aller veröffentlichten Dokumente im Zusammenhang mit dem IPO (z. B. Werbe-/Marketingbroschüren) auf deren rechtliche Korrektheit sowie die
- Mitwirkung bei der Verhandlung der im Prozess notwendigen Vertragsdokumente mit den Banken.

Die *Rechtsberater des Bankenkonsortiums* konzentrieren ihre Mitwirkung auf:

- Überprüfung des Wertpapierprospektes bzw. der vorherigen Entwürfe,
- Durchführung einer Legal Due Diligence,
- Begleitung des Prospektbilligungsverfahrens bei der BaFin und des Börsenzulassungsverfahrens aufseiten der Banken,
- rechtliche Durchsicht aller zu veröffentlichenden Dokumente,
- Entwurf und Mitwirkungen bei der Verhandlung der im Prozess notwendigen Vertragsdokumente, sowohl im Außenverhältnis zu dem Emittenten und den verkaufenden Aktionären als auch im Hinblick auf die vertraglichen Regelungen innerhalb des Bankenkonsortiums.

### **Transaktionsanwalt**

Je nach Unternehmens- und Transaktionsgröße/-struktur konnte in den letzten Jahren auch das Konzept des *Transaktionsanwaltes* beobachtet werden. Bei kleineren Gesellschaften und Transaktionsvolumen, einem kleinen Bankenkonsortium sowie wenig komplexen Gesellschafts- und Transaktionsstrukturen kann dabei der formal üblicherweise von der Bank beauftragte Anwalt (eine gemeinsame Beauftragung durch Emittent und Bank ist standesrechtlich nicht möglich) die gesamte kapitalmarkt- und börsenrechtliche Betreuung des Börsengangs übernehmen. Dieser entwirft dann den Wertpapierprospekt und alle rechtlichen (Vertrags-) Dokumente, führt die Legal Due Diligence durch und ist an den Vertragsverhandlungen beteiligt. Er begleitet den Emittenten und die Bank im Prospektbilligungs- und Börsenzulassungsverfahren. Die allgemeine gesellschaftsrechtliche Betreuung kann somit von dem bisherigen Rechtsberater des Emittenten geleistet werden, da dabei keine kapitalmarktrechtlichen Spezialkenntnisse notwendig sind. Durch die Konzentration der Spezialthemen kann eine Reduktion der Kosten erreicht werden, die dann aber mit dem Fehlen der weiteren Kontrollinstanz in der rechtlichen Begleitung des komplexen IPO-Prozesses sowie mit einer qualitativ anderen Begleitung des Emittenten bei der Verhandlung der Verträge einhergeht. Diese Themen sollten daher von den Beteiligten bereits im Vorfeld offen besprochen werden, um etwaige Änderungen des Beraterkreises zu einem späteren Zeitpunkt in der Transaktion (einhergehend mit dann eher überproportional hohen Kosten) möglichst zu verhindern.

Daneben werden auch die verkaufenden Aktionäre gelegentlich (separat) anwaltlich beraten, wobei jedoch hier die anwaltliche Beratung in der Regel auf die Begleitung des Übernahmevertrages fokussiert ist.

### **Wirtschaftsprüfer**

Die aktuellen (aber gegebenenfalls auch vorherigen) Abschlussprüfer der Gesellschaft sind weitere unentbehrliche Mitwirkende eines IPO-Prozesses. Hintergrund hierfür ist insbesondere, dass die geprüften Jahresabschlusszahlen der Gesellschaft (des Konzerns) der letzten drei Geschäftsjahre (sogenannte historische Finanzinformationen) im Wertpapierprospekt zu veröffentlichen sind (Näheres siehe unten). Hierfür werden diese durch die jeweils für die Abschlussprüfung der einzelnen Geschäftsjahre zuständigen Wirtschaftsprüfer aufbereitet. Des Weiteren werden bestimmte aktuelle Überprüfungshandlungen in Bezug auf die im Wertpapierprospekt aufgenommenen Finanzinformationen durch die Wirtschaftsprüfer vorgenommen und dem Emittenten und den Banken gegenüber, im sogenannten Comfort Letter (Näheres siehe unten), separat bescheinigt. Auch bei der im Rahmen der Prospekterstellung notwendigen Beschreibung der Finanzlage, der Veränderung der Finanzlage und der Geschäftsergebnisse während dieser drei Jahre durch das Management können die Abschlussprüfer wertvolle Hilfestellungen leisten. Ein weiteres mögliches Tätigkeitsfeld von Wirtschaftsprüfern (die hierbei nicht zwingend auch die Abschlussprüfer der Gesellschaft sein müssen) ist die Unterstützung der Gesellschaft bei der Anpassung des Rechnungswesens für die Zwecke eines börsennotierten Unternehmens, insbesondere im Fall der Umstellung und Erweiterung des Berichtswesens nach IFRS.

Auch aufseiten der Bank werden gelegentlich Wirtschaftsprüfer als Berater eingesetzt. Sei es, dass diese die Bank bei der Durchführung der Due Diligence im Allgemeinen unterstützen, sei es, dass diese in Bezug auf spezielle Untersuchungsgebiete (z. B. Versicherungsportfolios, Immobilienbestand) spezifische Branchenkenntnisse zur Verfügung stellen.

### **Finanzaufsicht**

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ist für die Prüfung und Billigung des Wertpapierprospektes zuständig. Dieser wird für ein öffentliches Angebot der Aktien des Emittenten in Deutschland und die Zulassung der Aktien zu einem regulierten Markt an einer deutschen Börse benötigt. Im Falle, dass der Emittent seinen formalen Sitz im Ausland hat, ist die entsprechende Behörde in seinem dortigen Heimatland für diese Prospektbilligung zuständig, so z. B. in Luxemburg die CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) oder die österreichische FMA (Finanzmarktaufsicht). Innerhalb der EU gilt eine solche ausländische Prospektbilligung auch in Deutschland, sodass auf dieser Basis die Börsenzulassung und ein öffentliches Angebot (auch nur) in Deutschland möglich sind.

### **Wertpapierbörsen**

Die jeweilige Börse ist für die öffentlich-rechtliche Zulassung der Aktien zum Börsenhandel formal zuständig. Daneben zeichnen die Börsen auch für die Einführung der Aktien in den Börsenhandel, d. h. die tatsächliche Aufnahme des Handels (Preisfeststellung) in den Aktien des Emittenten verantwortlich. Im Nachgang überwachen die Börsen dann auch die Einhaltung der börsenrechtlichen Folgepflichten: Dies gilt insbesondere für die Frankfurter Wertpapierbörse im Falle der Notierung im Prime Standard.

### **Emissionsberater**

Gerade bei größeren Börsengängen ist es in den letzten Jahren immer häufiger der Fall, dass sich der Emittent bzw. die Altaktionäre neben den Konsortialbanken von weiteren Finanzberatern unterstützen lassen. Hierbei handelt es sich üblicherweise um auf diesen Geschäftszweig spezialisierte Beratungsgesellschaften bzw. Investmentbanken, die allgemein auf das Beratungsgeschäft fokussiert sind und nicht auch Finanzierungen/Platzierungen anbieten. Diese IPO-Berater werden oftmals bereits vor der Ansprache der Banken, die die Platzierung durchführen, in den Prozess eingebunden. Zu deren Hauptaktivitäten gehören: Unterstützung der Gesellschaft bei der Erlangung der Börsenreife, Entwicklung der Grundlagen der Equity-Story, Strukturierung des Auswahlprozesses und Vorbereitung der Mandatierung der Konsortialbanken. Während der Transaktion wird oftmals die interne Prozesskoordination aufseiten des Emittenten bzw. der Altaktionäre übernommen und der IPO-Berater lässt bei den Vertragsverhandlungen, der Festlegung der Transaktionsstruktur und des Emissionskonzepts seine Kenntnisse und Erfahrungen aus dem Kapitalmarkt für den Emittenten mit einfließen. Die Einbindung eines solchen Beraters bedeutet üblicherweise die Professionalisierung des Gesamtprozesses aufseiten des Emittenten einhergehend mit erhöhten Anforderungen und Abstimmungsbedarf im Beraterteam sowie höheren Transaktionskosten.

### **Kommunikationsberater**

Der angekündigte Börsengang eines Unternehmens bringt insgesamt eine erhöhte Aufmerksamkeit in der Öffentlichkeit und den Medien, aber auch bei den anderen Stakeholdern der Gesellschaft (wie Belegschaft und Kunden/Lieferanten) mit sich. Vor diesem Hintergrund ist neben dem primären Ziel, der Vermarktung der Aktien bei Investoren, welche durch die betreuende Bank geleistet wird, auch die Kommunikation nach außen und nach innen ein wichtiger Baustein im IPO-Prozess. Hierbei hat es sich – auch vor dem Hintergrund der zeitlichen und inhaltlichen Anforderungen, insbesondere der rechtlich regulierten Rahmenbedingungen für eine beginnende Kapitalmarktkommunikation der Gesellschaft – als sehr zweckmäßig erwiesen, frühzeitig externe Kommunikationsberater in den IPO-Prozess einzubinden, selbst wenn die Gesellschaft bereits über eine Marketing- und/oder Unternehmenskommunikationsabteilung verfügt.

### **1.3.2.2 Projektplanung**

#### **Projektphasen**

Ein Börsengang stellt einen Meilenstein in dem gesamten Entwicklungszyklus eines Unternehmens dar, ist mit erheblicher Ressourcenbindung im Unternehmen und einer hohen Kostenbelastung verbunden. Er ist daher gut zu überlegen und aufgrund seiner Komplexität auch gut zu planen. Hierbei sind verschiedene Entwicklungsphasen der Transaktion zu unterscheiden.

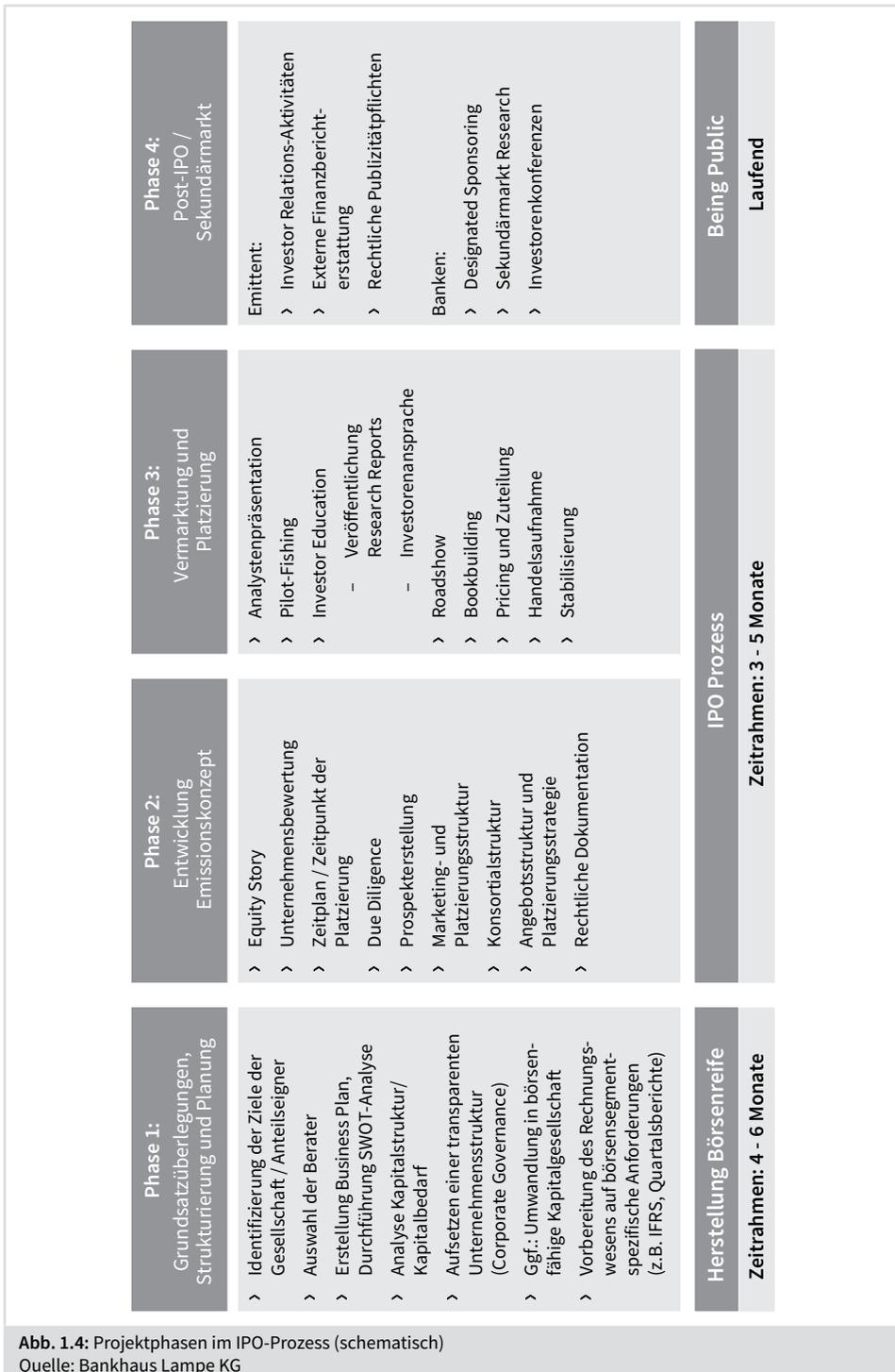


Abb. 1.4: Projektphasen im IPO-Prozess (schematisch)

Quelle: Bankhaus Lampe KG

In einem ersten Schritt geht es darum, die Gesellschaft »fit« für die Börse zu machen, das heißt intern die notwendigen Schritte und Strukturentscheidungen zu treffen, um die sogenannte Börsenreife herzustellen. Dabei sind zum einen unternehmensspezifische Faktoren wie Unternehmensgröße, Geschäftsmodell (Idealfall: nachhaltiges, fokussiertes Geschäftsmodell mit strategischen Alleinstellungsmerkmalen), Marktpositionen/Wachstumschancen, Unternehmensstrategie und Finanzausstattung (Ertragskraft, Eigenkapitalausstattung) zu durchleuchten und eine möglichst objektive Stärken/Schwächen-Analyse durchzuführen. Zum anderen spielen auch die Betrachtung/Bewertung makroökonomischer Themen wie Konjunkturzyklen, allgemeine Wirtschaftslage und der allgemeine Zustand der Branche bzw. der wesentlichen Vergleichsunternehmen des Emittenten eine Rolle. Des Weiteren sind die formalen Voraussetzungen zu überprüfen: Die rechtlichen Voraussetzungen (z. B. die Anpassung der Satzung oder die Umwandlung in eine AG) sind zu schaffen, aber auch das Rechnungs- und Berichtswesen ist an die Erfordernisse eines börsennotierten Unternehmens anzupassen, insbesondere das Reporting nach IFRS sowie die Erstellung von Quartalsabschlüssen (Je nach Marktsegment) ist sicherzustellen. Daneben sind strukturelle Vorüberlegungen anzustellen. Beispielhaft sind hier zu nennen: welche Ziele/Zwecke verfolgen Anteilseigner und Emittenten mit einem etwaigen Börsengang; ist das existierende Management bereits so aufgestellt, dass es am Kapitalmarkt Akzeptanz finden kann (insbesondere der Posten des Finanzvorstandes als einer der wesentlichen Mittler zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt spielt hierbei eine wichtige Rolle); bedarf die Zusammensetzung des Aufsichtsrates einer Veränderung (hier ist auf die Mitwirkung einiger von den bisherigen Aktionären unabhängiger Personen Wert zu legen). Bereits in dieser Phase sind häufig Banken als Berater involviert, um die entsprechende Außenansicht und Kapitalmarktperspektive einzubringen, sei es als IPO-Berater (siehe oben) oder als beratende Bank, die auch später bei der Umsetzung der Platzierung als Konsortialführer vorgesehen ist.

In der zweiten Phase steht dann die transaktionsbezogene Vorbereitung des Börsengangs im Mittelpunkt. Die Emissions-, Vermarktungs- und Kommunikationskonzepte sind zu erarbeiten, das Bankensyndikat wird zusammengestellt sowie die Vermarktungsdokumente wie Analysen- und Roadshowpräsentation sind zu entwickeln. Daneben ist die notwendige rechtliche Dokumentation, insbesondere der Wertpapierprospekt, zu erstellen. Die Verfahren bei der BaFin und der gewählten Börse sind einzuleiten/durchzuführen und auch sonstige technische Themen, wie Verbriefung der Aktien und Herstellung der technischen (elektronischen) Handelbarkeit der Aktien, müssen vorbereitet werden.

Die dritte Phase beinhaltet die aktive Vermarktung der Aktien des Börsenaspiranten. Sie führt von der Einführung der Gesellschaft bei den Researchanalysten der begleitenden Banken, über die Vermarktung bis hin zum öffentlichen Angebot der Aktien und der ersten Preisfeststellung an der Börse.

Nach erfolgtem Börsengang stehen dann für den Emittenten die Einhaltung der neuen Verpflichtungen als börsennotiertes Unternehmen und die Aufnahme der Investor-Relations-Aktivitäten im Vordergrund. Gerade bei Letzterem können Investmentbanken entweder als Berater

des Emittenten und/oder als Anbieter entsprechender Kommunikationsplattformen wie Investoren-/Sektorenkonferenzen wertvolle Hilfestellungen liefern.

### **Projektteam**

Für die Organisation und innere Struktur des IPO-Projektteams zur Umsetzung eines Börsengangs hat sich im Grundsatz eine »3x3 Matrixstruktur« als effizient erwiesen und wird häufig verwendet. Die Basis bilden die Arbeitsgruppen, in denen die tägliche Detailarbeit des Projektes geleistet wird. Diese Tätigkeiten werden üblicherweise aufgrund Sachzusammenhangs in die drei Arbeitsgruppen »Equity-Story«, »Dokumentation« und »Vermarktung« aufgespalten. In den Fällen, in denen im Rahmen eines IPOs auch die Unternehmensfremdfinanzierung neu strukturiert wird, bietet es sich an, daneben eine solche Arbeitsgruppe »Finanzierung« zu etablieren. Die hierfür zu leistende Arbeit erfolgt üblicherweise weitestgehend parallel (häufig auch mit einem im Wesentlichen deckungsgleichen Bankenkonsortium) und mit dem gleichen zeitlichen Enddatum des Projektes, der »Erstnotiz«. Je nach Schwerpunkt der einzelnen Arbeitsgruppen richten sich auch die Teilnehmer. Emittent und Emissionsbank sind in allen Arbeitsgruppen (mit oftmals unterschiedlichen Personen) vertreten. Der Fokus der Anwälte liegt eher auf der Dokumentation, während z. B. die Kommunikationsberater üblicherweise in der Arbeitsgruppe Vermarktung zu finden sind.

Diese Arbeitsgruppen werden während des Prozesses durchgängig durch ein Gremium gesteuert, in dem die jeweils intern fachlichen Projektverantwortlichen der wesentlichen Beteiligten, d. h. des Emittenten sowie der Emissionsbank, vertreten sind. Manchmal, insbesondere wenn es sich um Private-Equity-Investoren handelt, sind auch die verkaufenden Aktionäre beteiligt. Die innere Organisation dieses Gremiums wird üblicherweise von der begleitenden Bank übernommen. Neben bilateralen Gesprächen erfolgt der Austausch zwischen den Arbeitsgruppen üblicherweise im Rahmen von (anfänglich oftmals zweiwöchentlichen, später dann wöchentlichen) institutionalisierten Telefonkonferenzen mit allen Beteiligten, in denen über den Sachstand der jeweiligen Arbeitsgruppe informiert wird, ergänzt durch einen Überblick zur aktuellen Kapitalmarktsituation durch die Emissionsbank.

Über dieser Day-to-Day-Organisation wird ein Lenkungsausschuss (*Steering Committee*) implementiert, der für die Entscheidungsfindung bei strategischen Weichenstellungen innerhalb des Prozesses zuständig ist bzw. vor wichtigen Meilensteinen den Projektfortschritt begutachtet und über den weiteren Projektfortgang entscheidet (Go/No-Go-Entscheidungen). Die entsprechenden Entscheidungsvorlagen werden von der Emissionsbank unter Verwendung der Ergebnisse aus den Arbeitsgruppen vorbereitet. In diesem Gremium sitzen für den Emittenten üblicherweise der gesamtprojektverantwortliche Vorstand bzw. der Gesamtvorstand (eher bei kleineren Gesellschaften üblich) sowie entscheidungsberechtigte Vertreter der verkaufenden Aktionäre. Die Emissionsbanken werden je nach Größe und Komplexität der Transaktion bzw. der Wichtigkeit der anstehenden Entscheidungen durch den Gesamtprojektverantwortlichen (meistens die bankinternen für das Produkt ECM zuständige Person oder der Projektleiter) und den für die Gesamtkundenbeziehung Zuständigen vertreten. Je nach Agenda werden auch die anderen Berater partiell hinzugezogen.

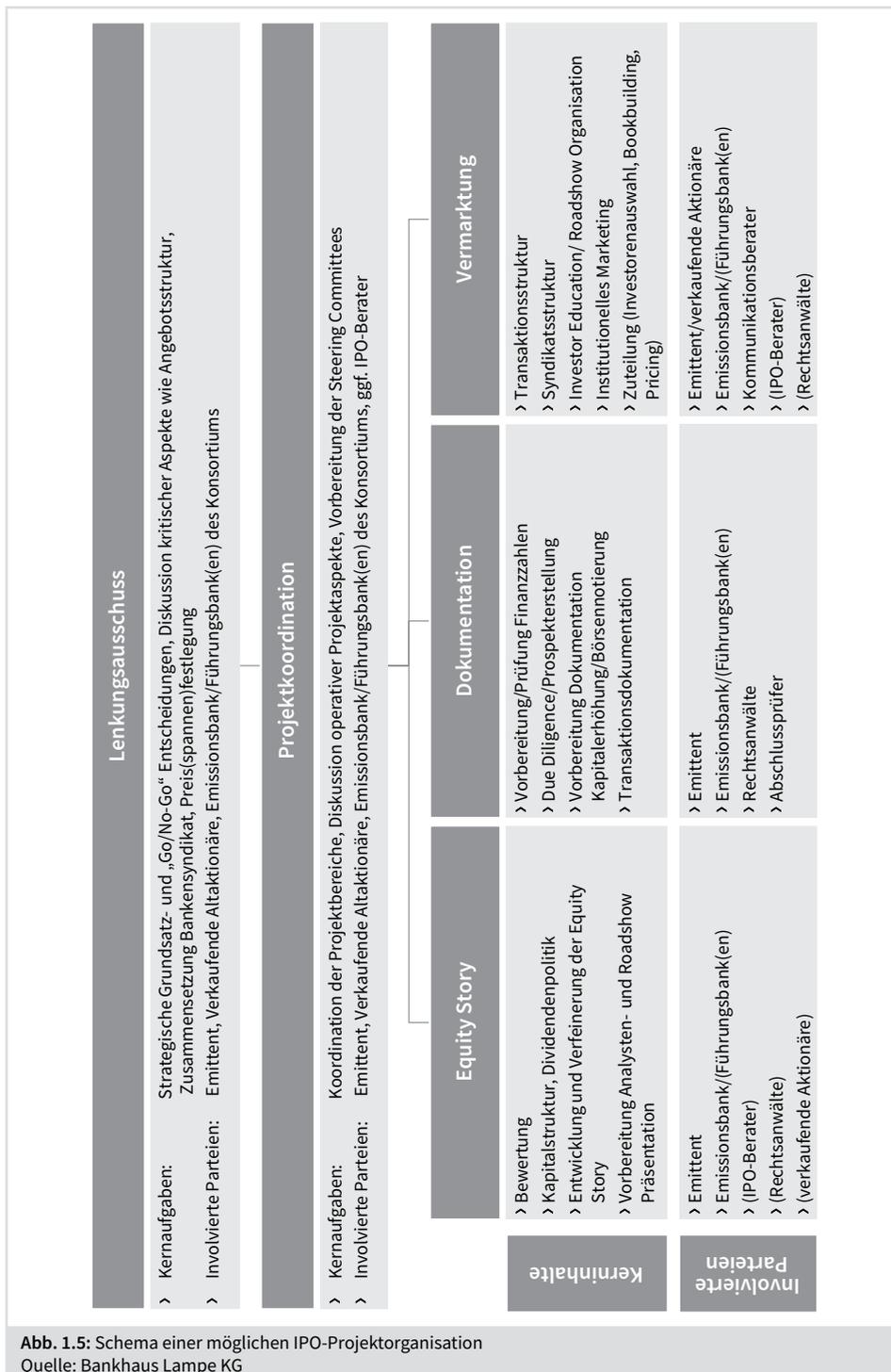


Abb. 1.5: Schema einer möglichen IPO-Projektorganisation  
 Quelle: Bankhaus Lampe KG

### Zeitlicher Projektablauf

Für das Projekt eines Börsengangs im engeren Sinne, d. h. die konkrete Vorbereitung der Emission und die Vermarktung der Aktien (Phase 2 und Phase 3 des Ablaufs (siehe oben)) sollte ein Zeitraum von fünf bis sechs Monaten eingeplant werden. Hiervon entfallen drei bis vier Monate auf die Vorbereitung und ca. vier bis sechs Wochen auf die Vermarktungstätigkeiten, die teilweise parallel laufen.

Am Anfang steht die Auswahl der notwendigen Berater, insbesondere der begleitenden Emissionsbank/Führungsbank(en) des Bankenkonsortiums (Einzelheiten siehe unten). Die möglichst frühzeitige Auswahl dieser Bank hat u. a. den Vorteil, dass deren Kapitalmarktcompetenz bereits bei der Auswahl der weiteren Berater, insbesondere der kapitalmarktrechtlichen Anwälte und der Kommunikationsagentur genutzt werden kann.

Nachdem die wesentlichen Berater eingebunden sind, schließt sich die *Due Diligence* an (siehe unten).

Deren Erkenntnisse fließen dann sukzessive sowohl in die *Erstellung des Wertpapierprospektes* als auch in die Unternehmenspräsentation für die einzubindenden Researchanalysten der Konsortialbanken (*Analystenpräsentation* oder AP) ein. Parallel hierzu wird (weiter) an der *Equity-Story* gearbeitet (siehe dort), wobei die Ergebnisse dieses Prozesses ebenfalls im Wertpapierprospekt und der Analystenpräsentation zu reflektieren sind. Zwar haben beide Dokumente eine unterschiedliche Ausrichtung: hier der (haftungs-)rechtlich notwendige Wertpapierprospekt, dort die Analystenpräsentation, die die Basis für alle weiteren Vermarktungsdokumente ist. Trotzdem haben beide Dokumente – wenn auch mit jeweils unterschiedlicher Aufbereitung – im Wesentlichen dieselbe Funktion, und zwar alle relevanten Informationen zum Börsengang bereitzustellen. Dabei verhalten sich die Inhalte der beiden Dokumente wie zwei kommunizierende Röhren zueinander. Was aus Vermarktungszwecken in der Analystenpräsentation dargestellt werden soll, ist auch in seinen wesentlichen Bestandteilen in den Wertpapierprospekt aufzunehmen. Was jedoch aus haftungsrechtlichen Gründen nicht in den Wertpapierprospekt aufgenommen werden kann, sei es, dass qualitative Aussagen zu werblich oder gewünschte Zahlenangaben nicht mit der geforderten Qualität verifizierbar sind, darf auch nicht Inhalt der Analystenpräsentation werden. Hiermit soll auch sichergestellt werden, dass die unterschiedlichen Investorenkreise auf Basis der gleichen Informationen ihre mögliche Investitionsentscheidung treffen, obwohl die jeweils genutzten Medien unterschiedlich sind. So erfolgt die Vermarktung bei institutionellen Investoren zu Beginn auf Basis der aus der Analystenpräsentation abgeleiteten Roadshowpräsentation und der von den Analysten der Emissionsbanken erstellten Researchberichte, die ihre faktische Basis ebenfalls in der Analystenpräsentation haben. Nach Billigung werden die institutionellen Investoren und die Privatanleger dann auf Basis des für das öffentliche Angebot rechtlich notwendigen Wertpapierprospektes angesprochen.

Der Erstellungsprozess dieser Dokumente ist daher möglichst weitgehend zu parallelisieren. Aus diesem Grund liegen üblicherweise nur wenige Tage zwischen dem Beginn des Prospektbil-

ligungsverfahrens durch Einreichen des Wertpapierprospektes und der Durchführung der Analystenpräsentation. Während des Prospektbilligungsverfahrens verfassen dann die Researchanalysten ihre Berichte und die Roadshowpräsentation wird vorbereitet (Einzelheiten siehe unten).

Mit der Fertigstellung der Researchberichte tritt die Transaktion in ein neues Stadium ein. Bevor die Researchanalysten und die Mitarbeiter des Aktienvertriebs (*Sales Force*) mit der Vermarktung der Transaktion auf Basis der Researchberichte bei den institutionellen Investoren beginnen können, ist erstmals die Öffentlichkeit über die konkreten Pläne des Börsengangs zu informieren (sog. *Intention to Float*, ITF). Da nunmehr die Öffentlichkeit Kenntnis von der geplanten Transaktion hat, wird zum einen ab diesem Zeitpunkt erhebliche Aufmerksamkeit auf der Gesellschaft und den handelnden Personen liegen. Spätestens ab diesem Zeitpunkt sollte daher auch die geplante Kapitalmarktkommunikation beginnen (z. B. Freischaltung einer IR-Homepage mit allgemeinen Angaben zum Unternehmen; konkrete Angaben zur Transaktion sind hier allerdings noch nicht möglich, da wesentliche Transaktionsparameter noch fehlen, und auch noch kein gebilligter Wertpapierprospekt vorliegt). Zum anderen bedingt diese Aufmerksamkeit auch, dass ein Abbruch/eine Verschiebung der Transaktion nicht mehr »geräuschlos« möglich ist. Bevor also die ITF veröffentlicht wird, ist daher von allen Parteien intensiv zu prüfen, ob der avisierte Börsengang in absehbarer Zeit (d. h. innerhalb der nächsten ein bis zwei Monate) realisierbar erscheint.

Spätestens nach der Veröffentlichung der ITF und im Vorfeld der Veröffentlichung des gebilligten Wertpapierprospektes beginnt bereits die *Vermarktung der Transaktion* an institutionelle Investoren im Rahmen des Pilot-Fishing und der Investor-Education (siehe unten).

Die Billigung des Prospektes erfolgt durch die BaFin. Anders als es der Gesetzeswortlaut suggeriert (»Die Frist beträgt 20 Werktage, wenn das öffentliche Angebot Wertpapiere eines Emittenten betrifft, dessen Wertpapiere noch nicht zum Handel an einem in einem Staat des Europäischen Wirtschaftsraums gelegenen organisierten Markt zugelassen sind und der Emittent zuvor keine Wertpapiere öffentlich angeboten hat.«; § 13 Abs. 2 WpPG), ist für diese Billigungsverfahren ein Zeitraum von etwa sieben Wochen einzuplanen. Die konkrete Verfahrensdauer wird bereits vor der ersten Antragstellung mit der BaFin abgestimmt.

Nach der Billigung des Prospektes folgt dann mit dem öffentlichen Angebot und der weitgehend parallelen Roadshow des Managements des Emittenten die finale Phase des Börsengangs. Am Ende hiervon werden Preis und Volumen der angebotenen Aktien festgelegt und die entsprechende Zuteilung dieser Aktien an die Neuaktionäre vorgenommen.

Während des öffentlichen Angebots wird auch das Verfahren der Börsenzulassung betrieben. Nach erfolgter *Börsenzulassung* beginnt dann mit dem Tag der *Erstnotiz*, d. h. der ersten Preisfeststellungen für die Aktien des Emittenten, der neue Abschnitt in der Unternehmensgeschichte als börsengehandelter Gesellschaft.

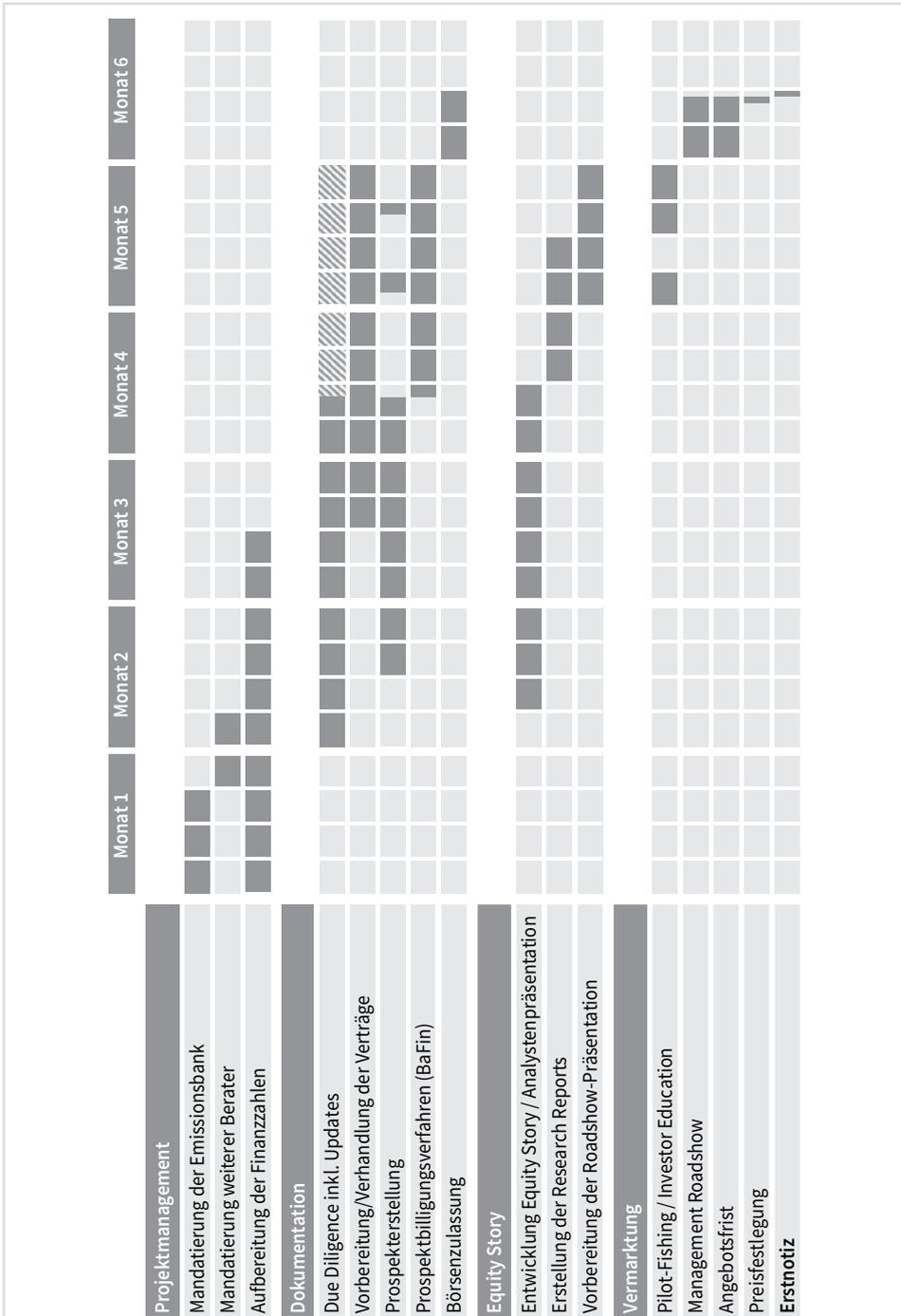


Abb. 1.6: Schematischer IPO-Zeitplan  
 Quelle: Bankhaus Lampe KG

### **Post-IPO-Begleitung durch die Emissionsbank**

Börsennotierte Unternehmen unterliegen einer Reihe von rechtlichen bzw. marktüblichen Emissionsfolgepflichten. Bei der Erfüllung einiger dieser Pflichten können die Emissionsbanken Unterstützung bieten:

- *Sekundärmarktbetreuung.* Aktive Beteiligung der Emissionsbank am Börsenhandel als sogenannter Designated Sponsor. Dessen Aufgabe liegt in der Bereitstellung von Liquidität für den Handel der Aktien des Emittenten, insbesondere in Zeiten schwacher Handelsvolumina. Die Attraktivität der Aktie kann so erhalten bzw. erhöht werden, da somit für Anleger die Chance, die Aktien zu marktgerechten Preisen kaufen bzw. verkaufen zu können, erhöht wird.
- *Research.* Kontinuierliche Betreuung mit professionellem Research (Covering), d. h. die Veröffentlichung von Analysen der jeweiligen Aktie, durch die vom Emissionsgeschäft unabhängigen Research-Abteilungen bzw. Tochtergesellschaften der Investmentbanken.

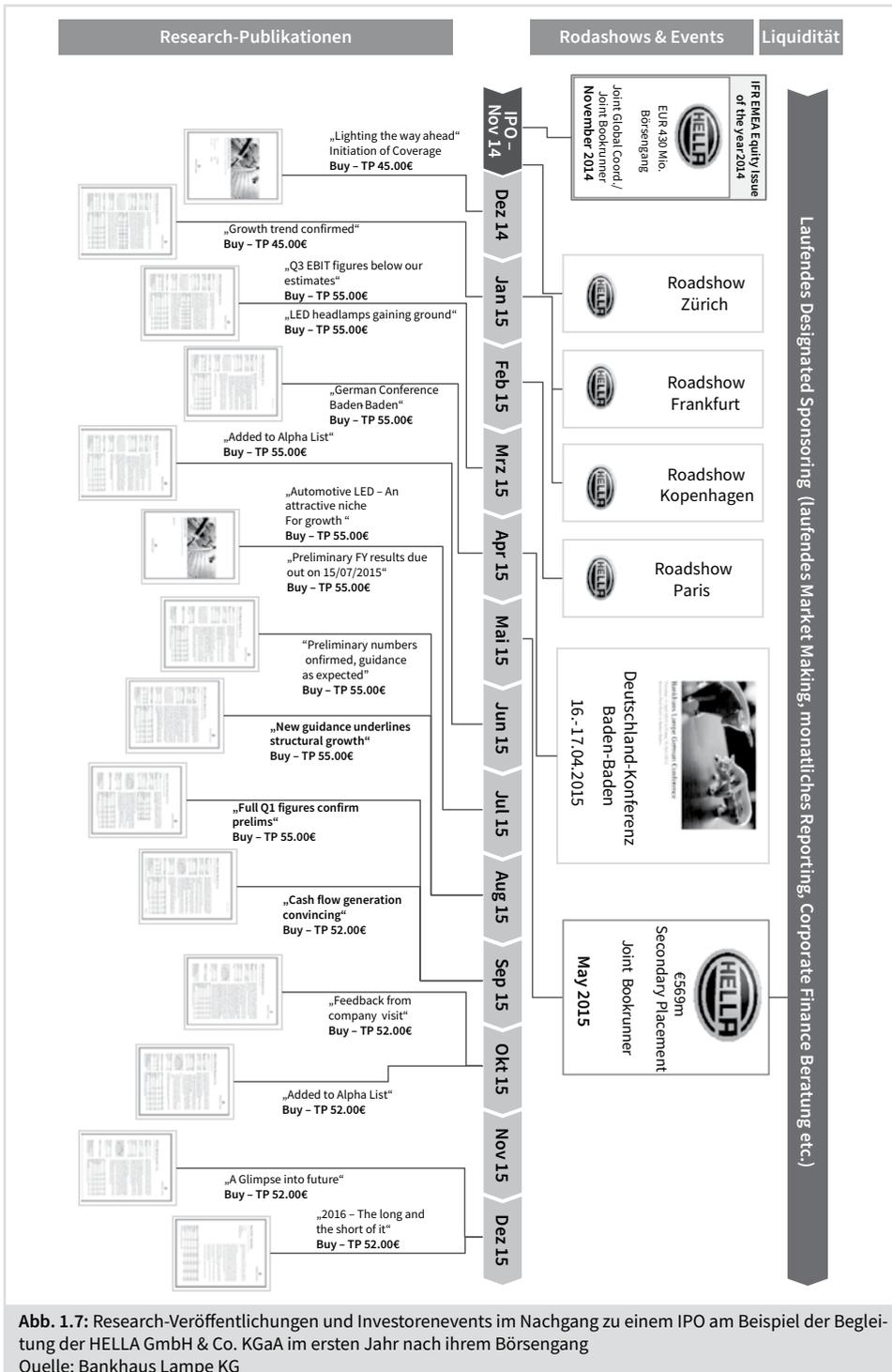


Abb. 1.7: Research-Veröffentlichungen und Investorevents im Nachgang zu einem IPO am Beispiel der Begleitung der HELLA GmbH & Co. KGaA im ersten Jahr nach ihrem Börsengang  
Quelle: Bankhaus Lampe KG

- *Investorenkontakte.* Dazu werden individuelle sogenannte Non-Deal-Related-Roadshows, d.h. Investorentreffen, die nicht im konkreten Zusammenhang mit einer Kapitalmarkttransaktion stehen, organisiert. Daneben veranstalten Investmentbanken auch Investorenkonferenzen, z. B. zu bestimmten Sektoren (z. B. eine Capital Goods Conference), oder Emittentenklassen (z. B. Small Cap Days), zu denen die entsprechenden Emittenten und Investoren eingeladen werden.
- *Zahlstellendienst.* Die betreuende Bank übernimmt die Abwicklung der Dividendenzahlungen über das Depotbankensystem (bei girosammelverwahrten Aktien). Bei einem IPO wird diese Funktion üblicherweise vom Konsortialführer übernommen.
- *Hauptversammlungsservice.* Unterstützung bei der Organisation und Durchführung von Hauptversammlungen. Hintergrund solcher Tätigkeiten ist, dass der Nachweis für das Stimmrecht aufgrund der Girosammelverwahrung durch eine Hinterlegungsbescheinigung eines Kreditinstituts erfolgt. Auf dieser Basis werden auch sonstige Unterstützungshandlungen rund um die Durchführung einer Hauptversammlung von Banken angeboten, wobei dies jedoch nicht zum Kernbereich einer Investmentbank gehört. Diese Tätigkeiten werden in den letzten Jahren auch verstärkt von darauf spezialisierten Dienstleistern wahrgenommen, während bei den Universalbanken entsprechende Kapazitäten eher abgebaut wurden.

### 1.3.2.3 Equity-Story, Transaktionsstruktur

#### Equity-Story

Die Equity-Story steht im Mittelpunkt der Kommunikation zwischen dem Emittenten und den potenziellen Investoren. Die Equity-Story wird auch als »Positionierung« bezeichnet. Sie muss Antwort auf die Frage geben, warum ein Investor in die Aktie des Emittenten (bei Erstausgabe, aber auch im nachfolgenden laufenden Handel) investieren soll. Sie dient der Hervorhebung der entscheidenden Gründe für die Attraktivität des Emittenten für Kapitalmarktinvestoren. Sie muss also in erster Linie die Vorzüge des Geschäftsmodells sowie die Zukunftschancen und Strategie des Emittenten für die Marktteilnehmer in leicht verständlicher Form und prägnant darstellen sowie wesentliche Unterschiede und Alleinstellungsmerkmale des Emittenten gegenüber anderen (insbesondere börsennotierten) Wettbewerbern herausarbeiten.

Sie soll insbesondere den Researchanalysten und potenziellen Investoren Transparenz über die Unternehmensaufstellung und -entwicklung bieten, damit diese das Chancen- und Risikoprofil des Unternehmens einschätzen können.

Als (wesentliche) Basis dient hierfür die *Darstellung des Ist-Zustandes des Unternehmens*, insbesondere mit dem Fokus auf etwaige Alleinstellungsmerkmale. Bereits hier sollte aber auch proaktiv auf mögliche Risiken, Schwächen und Investorenbedenken eingegangen werden. Diese Unternehmensdarstellung beinhaltet zumindest Aussagen zu

- Produkten und/oder Dienstleistungen,
- technologischen Kompetenzen,

- der Kunden- und Lieferantenstruktur,
- Marketing und Vertrieb,
- den relevanten Märkten und der Wettbewerbsposition des Unternehmens,
- dem operativen Track Record,
- der Qualität des Managements und
- der Entwicklung der Finanzkennzahlen.

Ein weiteres Kernelement der Equity-Story ist die *Unternehmensstrategie*. Die Darstellung sollte sich vorrangig auf möglichst konkrete kurz- und mittelfristige Ziele (max. drei Jahre) fokussieren. Zweck dieser Darstellung ist es, den Analysten und Investoren Ansatzpunkte zu liefern, damit diese sich ein möglichst konkretes (und zutreffendes) Bild davon machen können, welche Auswirkungen und Ergebnisse durch eine erfolgreiche Umsetzung der Strategie zu erwarten sind und wie man als Anleger in der Aktie davon profitieren kann.

Bei diesen unternehmensspezifischen Themen ist darauf zu achten, dass diese immer auch aus der Sicht des Kapitalmarktes und nicht nur aus Sicht des Emittenten aufbereitet werden. Hierbei spielen die Erfahrungen der Emissionsbanken mit Investoren eine wesentliche Rolle. Diese können helfen, die Schwerpunkte der Unternehmensdarstellung so zu setzen, dass Investoren davon angesprochen bzw. ihre typischen Fragen beantwortet werden. Das Investoreninteresse ist nicht immer auf dieselben Themen fokussiert, da auch der Kapitalmarkt Zyklen unterliegt. Nicht jedes operativ erfolgreiche Unternehmen kann daher auch zu jeder Zeit erfolgreich an die Börse gehen. So können zeitweilig bestimmte Branchen/Themen am Kapitalmarkt präferiert werden, so z. B. erneuerbare Energien in den Jahren 2004–2006. Auch gibt es Börsenphasen, in denen Unternehmen mit einer eher expansiven Strategie bevorzugt werden, während zu anderen Zeiten investorensseitig mehr Wert auf defensive Geschäftsmodelle mit stabilen Mittelzuflüssen gelegt wird.

Unabhängig von solchen Trends sollte jedoch unbedingt darauf geachtet werden, dass die Erstpositionierung des Emittenten am Kapitalmarkt möglichst präzise vorgenommen wird und auch tatsächlich zur Faktenlage des Unternehmens passt. Eine spätere Anpassung oder Abänderung der grundlegenden Equity-Story schwächt zum einen das Vertrauen der Investoren, was mit Kursverlusten einhergehen dürfte, und ist darüber hinaus nur mit einem erheblichen Kommunikationsaufwand zu erreichen.

Die Equity-Story wird in der Regel in fünf bis sieben Kernaussagen zum Emittenten kondensiert. Diese Aussagen bilden dann die Basis für sämtliche Kommunikations- und Vermarktungsdokumente und sollten sich dort in entsprechender Form wiederfinden. Diese Aussagen werden so z. B. sehr ausführlich in der Analystenpräsentation ausgearbeitet, stellen die Basis für die Abschnitte »Wettbewerbsstärken« und »Strategie« im Wertpapierprospekt und bilden das Gerüst für die Arbeit der Kommunikationsagentur und der IR-Abteilung. Entscheidend ist hierbei die zielgruppengerechte Aufbereitung dieser Informationen: Je nachdem, ob man

sich an Finanzanalysten, an Privatanleger oder Medienvertreter wendet, sind unterschiedliche Schwerpunkte bzw. Detaillierungsgrade zu wählen.

### Die Struktur von Transaktionen

Neben der Equity-Story mit ihren unternehmensbezogenen Themen bedarf es zur richtigen Positionierung eines Unternehmens für den Kapitalmarkt noch weiterer Weichenstellungen für ein gelungenes Emissionskonzept. Hierzu gehört im Wesentlichen die Klärung der folgenden markt- bzw. transaktionsbezogenen Fragen:

- Emissionsvolumen/Free Float,
- Herkunft der Aktien/Mittelverwendung,
- Dividendenpolitik,
- Art des Angebots/Platzierungsverfahren sowie
- Börsenplatz/Indexaufnahme.

Beim Emissionsvolumen und der Herkunft der Aktien ist zum einen über das Verhältnis der Aktienabgabe aus Altbesitz und der Höhe einer etwaigen Kapitalerhöhung zu entscheiden.

Während früher die *Abgabe durch Altaktionäre* insbesondere unter dem Gesichtspunkt des Informationsvorsprungs als kritisch gesehen wurde, wird dies heute differenzierter betrachtet. Mitentscheidend ist hierbei auch die Art des abgebenden Aktionärs. Während bei Private-Equity-Investoren anerkannt ist, dass eine Unternehmensveräußerung zu ihrem Geschäftsmodell gehört und auch strategische Neuausrichtungen innerhalb eines Konzerns üblich sind, wird bei Abgabe von Familiengesellschaften oder von Mitgliedern des aktuellen Managements ein höherer Erläuterungsbedarf gegeben sein. Dasselbe gilt auch für den Umfang/die Art der geplanten Aktienveräußerung: Bei einem geplanten Vollausstieg im Rahmen des IPO sind ebenfalls hohe Anforderungen an die Begründung zu stellen, während Teilausstiege zumindest auf Mittelfrist leichter von den potenziellen Investoren akzeptiert werden. Eine Abgabe aus Altbesitz mittels Greenshoe (siehe unten) ist dagegen aus Marktsicht unproblematisch, da dieser zum einen sehr begrenzt und zum anderen nur bei positivem Kursverlauf nach IPO umgesetzt wird.

Bei der Ermittlung des notwendigen/erwünschten Kapitalerhöhungsvolumens ist das geplante bzw. vom Markt *aufnehmbare Gesamtemissionsvolumen* von alten und neuen Aktien zu berücksichtigen. Wichtiger: Es ist für die Ermittlung des Kapitalerhöhungsvolumens mit Stringenz auf dem Unternehmens-Ist-Zustand und der Unternehmensstrategie – wie in der Equity-Story dargelegt – zu achten. Für potenzielle Investoren ist es sehr wichtig, hier eine entsprechende Balance vorzufinden. So wird z. B. eine geplante Wachstumsfinanzierung als Mittelverwendung im Gegensatz zum Abbau von Schulden positiver gesehen; in jedem Fall sollte dieser Zweck mit der Equity-Story korrespondieren. Andererseits ist jedoch auch eine »Überkapitalisierung« zu vermeiden. Eine übliche Verschuldungsquote für ein Unternehmen der Größe und aus dem Sektor des Börsenkandidaten sollte dabei zumindest für die Zeit nach dem Börsengang angestrebt werden. Dies bedeutet auch, dass Unternehmen, die in der Lage sind, die geplan-

ten Investitionen ihrer Mittelfristplanung aus dem operativen Geschäft heraus bzw. auf Basis bestehender Finanzierungsmöglichkeiten stemmen zu können, dies auch klar im IPO-Prozess kommunizieren sollten, mit der Folge der Nichtvornahme einer Kapitalerhöhung.

Mit in die Überlegungen zum Emissionsvolumen – unabhängig davon, ob Altbesitz oder Aktien aus Kapitalerhöhung – ist einzubeziehen, dass in jedem Fall ein ausreichender *Free Float* nach dem Börsengang gesichert sein muss. Dieser *Free Float* sollte zumindest 25–35% des Grundkapitals betragen; bei entsprechend großen Emissionen gegebenenfalls auch weniger. Zum *Free Float* zählen alle Aktien, die sich nicht im Festbesitz befinden, wobei generell alle Aktien eines Anteilseigners, die kumuliert mindestens 5% der börsennotierten Aktiengattung ausmachen, solchen Festbesitz darstellen. Eine ausreichende Streuung der Aktien ist bereits Voraussetzung für die Börsenzulassung (§9 BörsZulV). Daneben ist ein ausreichender *Free Float* auch unter Vermarktungsgesichtspunkten wichtig, da nur so ein liquider Börsenhandel gewährleistet werden kann, der von Investoren erwartet wird. Auch werden beispielsweise die Indizes der Deutsche Börse AG sowie die meisten internationalen Indizes anhand der Marktkapitalisierung des *Free Floats* gewichtet und zusammengestellt.

Die potenzielle Aufnahme in einen der wesentlichen Indizes kurz nach erfolgtem Börsengang aufgrund ausreichender Marktkapitalisierung stellt ein weiteres Argument für eine positive Aktiennachfrage im Rahmen des IPO (und danach) dar.

Auch wollen Investoren Informationen darüber haben, wie viele Aktien kurz-/mittelfristig maximal dem Kapitalmarkt zur Verfügung stehen. Um hier eine gewisse Sicherheit geben zu können, werden sogenannte *Lock-up-Vereinbarungen* geschlossen. Hiermit wird die Verpflichtung des Emittenten/Managements/Altgesellschafters gegenüber dem Emissionskonsortium bezeichnet, keine Aktien der Gesellschaft börslich oder außerbörslich, direkt oder indirekt innerhalb einer bestimmten Periode zu veräußern oder sonstige Maßnahmen zu ergreifen, die einer Veräußerung wirtschaftlich entsprechen (z. B. Kapitalerhöhung, Derivatgeschäft). Bei der *Lock-up-Vereinbarung* kann zwischen einem sogenannten

- »Hard« *Lock-up* (Periode, in der überhaupt keine Aktien verkauft werden dürfen) und einem
- »Soft« *Lock-up* (Periode, in der Aktien nur mit ausdrücklicher Zustimmung der Konsortialführer verkauft werden dürfen) unterschieden werden.

Marktübliche Dauer für solche *Lock-up-Vereinbarungen* sind sechs Monate für Altaktionäre sowie zwölf Monate für den Emittenten – als Untergrenze im Sinne der Vermarktbarkeit bzw. Investorenakzeptanz sind bei IPOs 6+6 Monate (hard/soft) anzusehen. Sofern das Management bereits vor dem IPO beteiligt ist, sind hier mindestens zwölfmonatige *Lock-ups* üblich. Hintergrund solcher marktüblichen Vereinbarungen ist auch das Signal an die Anleger, dass Management und Altaktionäre langfristig in dem Unternehmen investiert bleiben, in absehbarer Zeit mit keiner den Kurs belastenden Kapitalmaßnahme zu rechnen ist, und der Emittent auf absehbare Zeit durchfinanziert ist.

Ein weiterer Baustein ist die Positionierung des Unternehmens hinsichtlich seiner Kurs- und Dividendenpolitik. Je nach Branche existieren hierfür unterschiedliche Investorenerwartungen. So werden z.B. Unternehmen aus der Immobilienbranche häufig als Werte mit hohen/stetigen Dividendenausschüttungen positioniert, während z.B. bei Unternehmen aus den Bereichen Biotechnologie oder Social Media eher das Wachstum, d. h. Chancen auf Kurssteigerungen im Vordergrund stehen. Bei einem volatileren Marktumfeld wird generell eine gewisse Dividendenkomponente als Ziel von den meisten Investoren auch unabhängig von der Branche geschätzt. In stabilen Marktphasen hingegen gewinnen Wachstumswerte an Attraktivität.

### **Angebotsstruktur**

Von sehr hoher Bedeutung für eine erfolgreiche Platzierung ist auch die Festlegung der passenden Angebotsstruktur. Hier ist zum einen zu klären, welches Börsensegment in Deutschland angestrebt wird. Weit überwiegend zielen Börsenkandidaten auf einen regulierten Markt und hier meistens den Prime Standard an der Frankfurter Wertpapierbörse. Für sehr kleine Emittenten bietet sich daneben auch eine bloße Freiverkehrsnotierung an. Ein weiterer wesentlicher zu klärender Punkt ist, in welchen Ländern Investoren aktiv angesprochen werden sollen: Dies richtet sich insbesondere danach, wo die entsprechende Nachfrage gesehen wird und die Vermarktung erfolgen soll (siehe unten). Diese identifizierten Möglichkeiten sind dann auch zu dokumentieren, insbesondere im Wertpapierprospekt, um solche Angebote rechtlich zu ermöglichen. Hinsichtlich der Privatanleger muss dabei entschieden werden, ob sich das öffentliche Angebot neben Deutschland auch auf weitere Länder erstrecken soll.

### **US-Investoren**

Bei den institutionellen Investoren muss entschieden werden, ob US-Investoren beteiligt werden sollen: Eine sogenannte *Rule-144A-Platzierung* ist hierbei das Standardinstrument für große europäische Emittenten zur Ansprache von bestimmten US-Investoren. Hierunter versteht man die eingeschränkte Vermarktung einer Aktienemission in den USA nur bei dort ansässigen »größeren« institutionellen Investoren, sogenannten QIBs (*Qualified Institutional Buyers*). Diese Beschränkung ermöglicht es, die sonst notwendige Börsenzulassung in den USA bei dortiger Investorenansprache zu vermeiden. Aus Erfahrungswerten ergibt sich, dass die Vermarktung einer Emission im US-Kapitalmarkt für große europäische Werte ein deutliches Nachfragepotenzial eröffnen kann, welches durchaus 25% der zuteilbaren Gesamtnachfrage ausmachen kann. Daneben gibt es jedoch auch kleinere Emissionen, bei denen zu überlegen ist, eine US-Komponente mitzustrukturieren. Dies gilt z. B. dann, wenn es sich um einen Sektor handelt, bei dem viele Kerninvestoren in den USA ansässig sind, so z. B. bei Biotechnologie- oder IT-Unternehmen. Diese US-Mehrnachfrage kann zu höherem Wettbewerb im Nachfragebuch führen und sich damit positiv auf den Platzierungspreis auswirken (siehe auch unter Bookbuilding). Aus Vermarktungsgesichtspunkten sollte daher dieser mögliche Distributionsweg mit in die Strukturüberlegungen einbezogen werden. Diesem Vorteil steht ein Mehraufwand in Form von zusätzlicher Dokumentation (insbesondere Disclaimer und Verkaufsbeschränkungen in den Veröffentlichungen/dem Wertpapierprospekt, der sog. QIB-Letter, ein Schreiben der teilneh-

menden US-Investoren zur Bestätigung ihres Status als QIB), damit verbundenen (Anwalts-) Kosten sowie ggf. von zusätzlich gebundener Managementkapazität für eine US-Roadshow gegenüber.

### Dual Listing

Auch auf die Nachfrageseite abzielend (wenngleich eher post-IPO) ist die Frage der Notwendigkeit eines sog. *Dual Listing*. Hierunter versteht man die gleichzeitige oder spätere Börsennotierung an Börsen in verschiedenen Ländern. Ein wesentlicher Grund hierfür ist, erweiterte Investorenkreise ansprechen zu können. Aufgrund des erhöhten regulatorischen Aufwandes und der damit verbundenen Kostenimplikationen ist ein solches Dual Listing selten und eher für große und global operierende Emittenten überlegenswert. Während früher – auch in Deutschland – eine Zweitnotierung in den USA präferiert wurde, sind nunmehr – auch bedingt durch die weltwirtschaftlichen Entwicklungen – Zweitnotierungen in Asien, insbesondere in Hongkong, zu beobachten. Hierzu zählen z. B. Glencore (Schweiz, Rohstoffhandel) oder Rusal (Russland, Aluminium).

Andererseits ist in den vergangenen Jahren auch verstärkt der Rückzug von solchen Zweitnotierungen zu beobachten. So gab z. B. die Allianz 2009 ihre Notierungen an der New York Stock Exchange sowie in London, Mailand, Paris und an der Schweizer Wertpapierbörse auf. Hintergrund hierfür sind insbesondere die gestiegenen regulatorischen Anforderungen (besonders in den USA) und die damit verbundenen hohen Kosten für den Emittenten, aber auch die Tatsache, dass die wesentlichen Investoren selbst weltweit tätig sind und daher nicht mehr auf bestimmte Börsenplätze festgelegt und angewiesen sind.

### Friends-and-Family-Programme

Neben den allgemeinen Retailkunden und den institutionellen Investoren kann noch ein weiterer Adressatenkreis für das Angebot definiert werden: Dabei behält sich der Emittent das Recht vor, einen Teil des Emissionsvolumens (üblich: max. 5%) bevorzugt, d. h. außerhalb der allgemeinen Retailquote, Mitarbeitern und Geschäftsfreunden zuzuteilen (sogenanntes Friends-and-Family-Programm).

### Mehrzuteilungsoption

Neben diesem so ermittelten angestrebten Emissionsvolumen wird den Emissionsbanken in der Regel noch eine *Mehrzuteilungsoption* in Höhe von 15% des Emissionsvolumens eingeräumt (siehe unten).

#### ANGEBOTSSTRUKTUR BEIM BÖRSENGANG DER VOLTABOX AG (2017)

Auszug aus dem Wertpapierprospekt:

»Das Angebot (wie nachfolgend definiert) besteht aus insgesamt 6.325.000 auf den Inhaber lautenden Stammaktien ohne Nennbetrag (Stückaktien) der Gesellschaft, jede

Aktie mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von 1,00€ und voller Gewinnanteilsberechtigung ab dem 1. Januar 2017 und umfasst:

- 5.000.000 Neue Aktien;
- 500.000 existierende Verkaufsaktien; und
- 825.000 existierende Mehrzuteilungsaktien.

Dieses Angebot besteht aus einem öffentlichen Angebot der Angebotenen Aktien in der Bundesrepublik Deutschland (»Deutschland«) und im Großherzogtum Luxemburg (»Luxemburg«) (das »Öffentliche Angebot«) und Privatplatzierungen in bestimmten anderen Rechtsordnungen außerhalb Deutschlands und Luxemburgs einschließlich einer Privatplatzierung in den Vereinigten Staaten von Amerika (»Vereinigte Staaten« oder »USA«), die nicht Gegenstand dieses Prospekts sind (die »Privatplatzierung«, und zusammen mit dem Öffentlichen Angebot das »Angebot«). Die Angebotenen Aktien werden in den Vereinigten Staaten lediglich qualifizierten institutionellen Käufern (qualified institutional buyers, im Sinne von und im Vertrauen auf Rule 144A des U.S. Securities Act of 1933, in seiner jeweils gültigen Fassung (der »Securities Act«), zum Kauf angeboten.«

### 1.3.2.4 Due Diligence

Ein wesentlicher Bestandteil jedes IPO-Prozesses ist die sogenannte Due-Diligence-Prüfung. Unter dieser Unternehmensprüfung »mit gebührender Sorgfalt« versteht man die umfassende Prüfung und Analyse der rechtlichen, wirtschaftlichen, finanziellen und steuerlichen Verhältnisse eines Börsenkandidaten. Hierzu werden die rechtlichen Strukturen, die wichtigsten Unternehmensdaten und -kennzahlen, das Geschäftsmodell und die Unternehmensstruktur untersucht sowie die Plausibilisierung der kurz- und mittelfristigen Unternehmensplanung vorgenommen. Die Due Diligence dient der Validierung der Börsenreife, des Geschäftsmodells inkl. der Planung sowie der Equity-Story. Sie bildet damit die Grundlage der börsenrechtlichen Dokumentation sowie der erfolgreichen Vermarktung der Transaktion. Demzufolge sollten identifizierte Schwächen und Risiken, falls möglich, vor dem Börsengang beseitigt werden. Andernfalls sind diese im Prospekt abzubilden (Näheres siehe dort).

Diese Überprüfungshandlungen dienen somit zum einen dem Schutz des Emittenten und der emissionsbegleitenden Bank vor der gesetzlichen Prospekthaftung (siehe unten). Zum anderen aber auch dem direkten Schutz der zukünftigen Aktionäre durch eine möglichst genaue und zutreffende Beschreibung der tatsächlichen Verhältnisse des Börsenkandidaten.

#### Due-Diligence-Varianten

In der Praxis werden zumindest *Financial*-, *Business*- und *Legal-Due-Diligence*-Prüfungen vorgenommen. Des Weiteren hat sich die sog. *Audit Due Diligence*, d. h. eine Befragung der Abschlussprüfer zum Umfeld der Jahresabschlussprüfungen, etabliert. Auch eine *Customer/Supplier Due Diligence*, d. h. die Prüfung ausgewählter Kunden-/Lieferantenbeziehungen, meistens mittels

Befragung der Ansprechpartner auf der entsprechenden anderen Seite, kann (abhängig vom Geschäftsmodell) sinnvoll sein. Darüber hinaus können je nach Unternehmenstyp weitere Formen spezifischer Prüfungen hinzutreten. Beispielhaft sind hier spezifische *Technical*, *Tax* und *Environmental Due Diligence* zu nennen.

- Im Rahmen der *Financial und Business Due Diligence* werden durch die Emissionsbank(en) die historischen Finanzdaten (insbesondere Umsatz und Ertragskennziffern), die Wettbewerbssituation (insbesondere bezogen auf Marktstellung, Nachhaltigkeit der Ergebniszielung, Wachstumspotenziale und (Management-)Ressourcen), die Plausibilität der Finanz- und Unternehmensplanung (einschließlich der Verifizierung des Planungsprozesses und der getroffenen Annahmen für den Businessplan) sowie die Qualität des Rechnungswesens und die Unternehmensstrategie analysiert. Hierbei sind (bankseitig) vertiefte Kenntnisse über das Branchenumfeld von erheblicher Bedeutung, z. B. um zutreffende Plausibilisierungen des Businessplans anhand von Makrodaten der jeweiligen Branche («Umsatzwachstum über Marktwachstum?») vornehmen zu können. Aus diesem Grund werden abhängig von der spezifischen Situation (z. B. Branchen mit Sonderthemen wie Versicherungen) gelegentlich zusätzlich noch externe Wirtschaftsprüfer von den Banken hinzugezogen, um diese bei der Due Diligence zu unterstützen.
- Die *Legal Due Diligence*, die von den eingebundenen Anwälten durchgeführt wird, konzentriert sich auf die rechtlichen Rahmenbedingungen (regulatorisches Umfeld, bestehende Vertragsbeziehungen, bestehende/nicht bestehende Schutzrechte etc.), die sich daraus ergebenden rechtlichen Risiken und auf die Überprüfung der gesellschaftsrechtlichen Grundlagen.

Die Erkenntnisse der Due Diligence fließen dann (z. B. in den Bereichen »Risikofaktoren« und »Wesentlichen Verträge«) in den Wertpapierprospekt mit ein.

### Informationsbeschaffung

Die notwendige Informationsbeschaffung im Rahmen der Due Diligence wird durch ein mehrstufiges Verfahren sichergestellt.

- Zu Beginn steht oftmals eine *Unternehmenspräsentation* durch den Vorstand des Unternehmens, um dem gesamten Projektteam einen ersten Überblick über den Börsenkandidaten und dessen Branchenumfeld zu verschaffen.
- Daran schließt die Bereitstellung eines *Datenraums* an. Dieser muss alle wesentlichen das Unternehmen betreffende Unterlagen enthalten. Hierzu gehören u. a. aktuelle und historische Businesspläne, sämtliche wesentliche Rechtsdokumente, die Protokolle der Geschäftsführung und des Kontrollgremiums sowie die Prüfberichte der Abschlussprüfer. Der konkrete Inhalt des Datenraumes wird üblicherweise anhand von durch die Anwälte und Bank(en) erstellten Anforderungslisten determiniert. Während in der Vergangenheit noch physische Datenräume bei dem Unternehmen und/oder dem Anwalt der Gesellschaft eingerichtet wurden, haben sich mittlerweile sogenannte elektronische Datenräume weitgehend durchgesetzt. Hierzu haben insbesondere die parallele und strukturierte Verfüg-