



Ein Plan B ist immer hilfreich

BÖRSENGÄNGE IN SCHWIERIGEM MARKTUMFELD

BJÖRN EHRING, RENÉ SCHWUCHOW, QUIRIN BANK Drei mit Mühe gelungene Börsengänge hat der deutsche Kapitalmarkt im ersten Halbjahr 2008 gesehen. Dabei erzielte Ropal Europe ein eher geringes Emissionsvolumen, während GK Software und SMA Solar Technology trotz Reduzierung der angebotenen Aktienzahl signifikante Preiszugeständnisse machen mussten. Von den Spuren der Finanzmarktkrise gezeichnet, hat sich die ohnehin schlechte IPO-Stimmung in der zweiten Jahreshälfte noch weiter verschlechtert. Vor kurzem hat neben der Schott Solar AG auch die Deutsche Bahn ihren lange avisierten Börsengang verschoben. Viele Experten rechnen dementsprechend bis zum Jahresende nicht mehr mit einer Belebung der Emissionstätigkeit.

Erfolgsfaktoren für das IPO

Wie können Unternehmen aber in einem schwierigen Marktumfeld trotzdem den Weg an die Börse finden? Welche Erfolgsfaktoren müssen im Emissionskonzept für eine gelungene Börseneinführung gerade in Krisenzeiten berücksichtigt werden?

Zu den elementaren Faktoren bei einem Börsengang gehört ein überzeugender Investment Case des Börsenaspiranten. Ein stimmiges Geschäftskonzept, nachgewiesene Technologieführerschaft und eine starke Marktposition sind wichtige Voraussetzungen, um sich im jetzigen Umfeld überhaupt dem Thema IPO zu widmen. An erster Stelle stehen in Krisenzeiten im Sinne einer Rückbesinnung auf das Wesentliche wieder die Ertragsstärke und realistische Wachstumspotenziale bei Umsatz und Gewinn.

Kommunikationsstrategie

Gerade in einem schwierigen Marktumfeld sollte der Emittent Investoren nur mit einem gut durchdachten Emissionskonzept gegenüberreten. Dazu zählt beispielsweise eine angepasste Kommunikationsstrategie. Aus unserer Sicht verlangt die aktuelle



Björn Ehring, Managing Director, quirin bank



René Schwuchow, Director, quirin bank

Marktlage eine differenzierte Strategie, die zum einen das Unternehmen zu Themen, welche das operative Geschäft betreffen, verstärkt in das Licht der Öffentlichkeit rückt, während die eigentlichen Börsenpläne möglichst lang geheim gehalten werden sollten. Nur so lässt sich der Imageverlust eines gescheiterten Börsenganges bei Abbruch des Projektes vor Prospektveröffentlichung vermeiden.

Pricing

Noch entscheidender für den Erfolg eines Börsenganges ist ein marktgerechtes Pricing. Aufgrund der unterschiedlichen Interessen der beteiligten Parteien gestaltet sich die Abwägung des richti-



gen Emissionskurses aber als besonders schwierig. Während Emittenten leider zu oft an der kurzfristigen Optimierung des IPO-Preises interessiert sind, erwarten Investoren gerade in einem Käufermarkt wie dem aktuellen einen massiven Zeichnungsanreiz, um das Investment als aussichtsreich zu beurteilen. Die begleitenden Banken haben die Aufgabe, als Vermittler zwischen Unternehmen und Investor zu agieren, da sie letztlich beiden Parteien gegenüber ein fairer Partner sein müssen.

Beim IPO empfiehlt es sich, frühzeitig zwischen Emittent und konsortialführender Bank einen Konsens in Form einer die Realitäten des Marktes reflektierenden Unternehmensbewertung herbeizuführen. Von größter Wichtigkeit ist eine frühzeitige Ansprache potenzieller Kern-

investoren (das sogenannte Pilot-Fishing). Dabei erfolgt mehrere Wochen vor der eigentlichen Platzierung die Auswahl einer kleinen Anzahl von Investoren, denen der Börsenkandidat diskret vorgestellt wird. Dies sind in der Regel Fondsmanager, denen aufgrund ihrer Branchenexpertise und ihres Investmentfokus eine Schlüsselrolle für die Zeichnungsbereitschaft anderer Investoren zukommt. Diesen wird früh im IPO-Prozess das Unternehmen mit Investment Case vorgestellt sowie eine erste indikative Bewertung des Börsenkandidaten kommuniziert, um ein fundiertes Feedback zu erhalten. Mit diesen Ergebnissen können der Emittent und die begleitende Bank eine belastbare Marktmeinung einholen und so gegebenenfalls noch auf Emissionskonzept bzw. -zeitpunkt einwirken. Weitergehendes Ziel kann dabei auch sein, bereits eine Verpflichtung der Investoren zur Zeichnung einer gewissen Menge an Aktien als Lead-Investoren einzuholen.

Alternative Preisfindungsmechanismen

In der eigentlichen Platzierung stehen in unsicheren Märkten neben dem klassischen Bookbuilding alternative Preisfindungsmechanismen zur Verfügung, um einen ausreichenden Platzierungserfolg zu ermöglichen. Beim sog. Decoupled Bookbuilding wird im Gegensatz zur klassischen Vorgehensweise bei Veröffentlichung des Prospektes die Preisspanne und eventuell der Angebotszeitraum offen gehalten, die maximale Anzahl der zu emittierenden Aktien jedoch bekannt gegeben. In der bereits vor Festlegung der Preisspanne beginnenden Roadshow können so weitere Preisindikationen eingeholt werden, ehe in der sich anschließenden eigentlichen Zeichnungsfrist die Orders generiert werden. Erreicht werden damit eine hohe Flexibilität bei der Wahl des Platzierungszeitpunktes und eine Minimierung des Markt- und Durchführungsrisikos.

Während Emittenten leider zu oft an der kurzfristigen Optimierung des IPO-Preises interessiert sind, erwarten Investoren gerade in einem Käufermarkt wie dem aktuellen einen massiven Zeichnungsanreiz, um das Investment als aussichtsreich zu beurteilen.

Einen weiteren Preisfindungsmechanismus stellt die Auktion dar. Beim Verfahren, welches etwa Google beim IPO 2004 genutzt hat, mussten die Anleger über das Internet ihre Preisvorstellung und die gewünschte Zahl der Aktien angeben. Danach wurden die Gebote, beginnend mit dem höchsten Preis, zusammengezählt, bis die Summe der auszugebenden Aktien erreicht war. Nach der Sichtung aller Angebote wurde der niedrigste Preis aller Bieter, die eine Zuteilung erhielten, als Ausgabepreis festgesetzt. Obwohl Auktionen per se die Markteinschätzung eines angemessenen IPO-Preises am besten widerspiegeln müssten, ist dieses Verfahren bisher an den Kapitalmärkten die Ausnahme geblieben. In jedem Fall resultiert eine solche Vorgehensweise in einem höheren Gewicht der Privat Anleger innerhalb der Platzierung.

Plan B

Trotz aller vorangegangenen Überlegungen kann der Erfolg eines Börsenganges in einem Marktumfeld wie dem momentanen nicht garantiert werden. Deshalb ist es sehr wichtig, dem Emittenten als Bank Platzierungschancen und Preisvorstellungen der Investoren realistisch zu kommunizieren. Dazu gehört auch, gemeinsam offen über einen möglichen „Plan B“ zu diskutieren. Dabei bietet sich neben dem schlichten Verzicht auf einen Kapitalzufluss in Form eines reinen Listings die diskrete Durchführung einer Privatplatzierung im kleineren Umfang und innerhalb einer längeren Platzierungsfrist an. Soll der Börsengang dezidiert mit einem (Teil-)Exit von Altgesellschaftern verknüpft werden, erscheint ein Dual-Track-Szenario sinnvoll, in dem der Verkauf von Anteilen an strategische oder Private-Equity-Investoren parallel geprüft wird. Hilfreich ist es dabei, wenn der Bankpartner die nötige Expertise besitzt, bezüglich aller Szenarios kompetent zu beraten.

Fazit:

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass eine sorgfältige Auseinandersetzung mit den Marktgegebenheiten früh im Projekt und die Umsetzung der Ergebnisse im Emissionskonzept die Erfolgswahrscheinlichkeiten eines Börsenganges auch in einem schwierigen Platzierungsumfeld deutlich erhöhen können.