



## Besonderheiten des Ablaufs und der Zeitplanung eines Börsengangs

EMITTENTEN MÜSSEN MINDESKRITERIEN ERFÜLLEN, UM AUF AUFNAHMEBEREITSCHAFT DES KAPITALMARKTES ZU STOSSEN

**HEIKE HÄRTL, DZ BANK** Ein Börsengang lässt sich grundsätzlich in drei Phasen unterteilen: die Vorbereitungs-, die Emissions- sowie die Sekundärmarktphase (Grafik 1). Während des gesamten Prozesses übernimmt der Lead Manager maßgebliche Strukturierungs-, Steuerungs- und Platzierungsfunktionen, in die das Management der Emittentin sowie mindestens – mit unterschiedlicher Intensität und Zeitdauer – eine kapitalmarkterfahrene Rechtsanwaltskanzlei, der Wirtschaftsprüfer der Emittentin sowie eine Investor Relations-Agentur eingebunden sind.

### Vorbereitungsphase

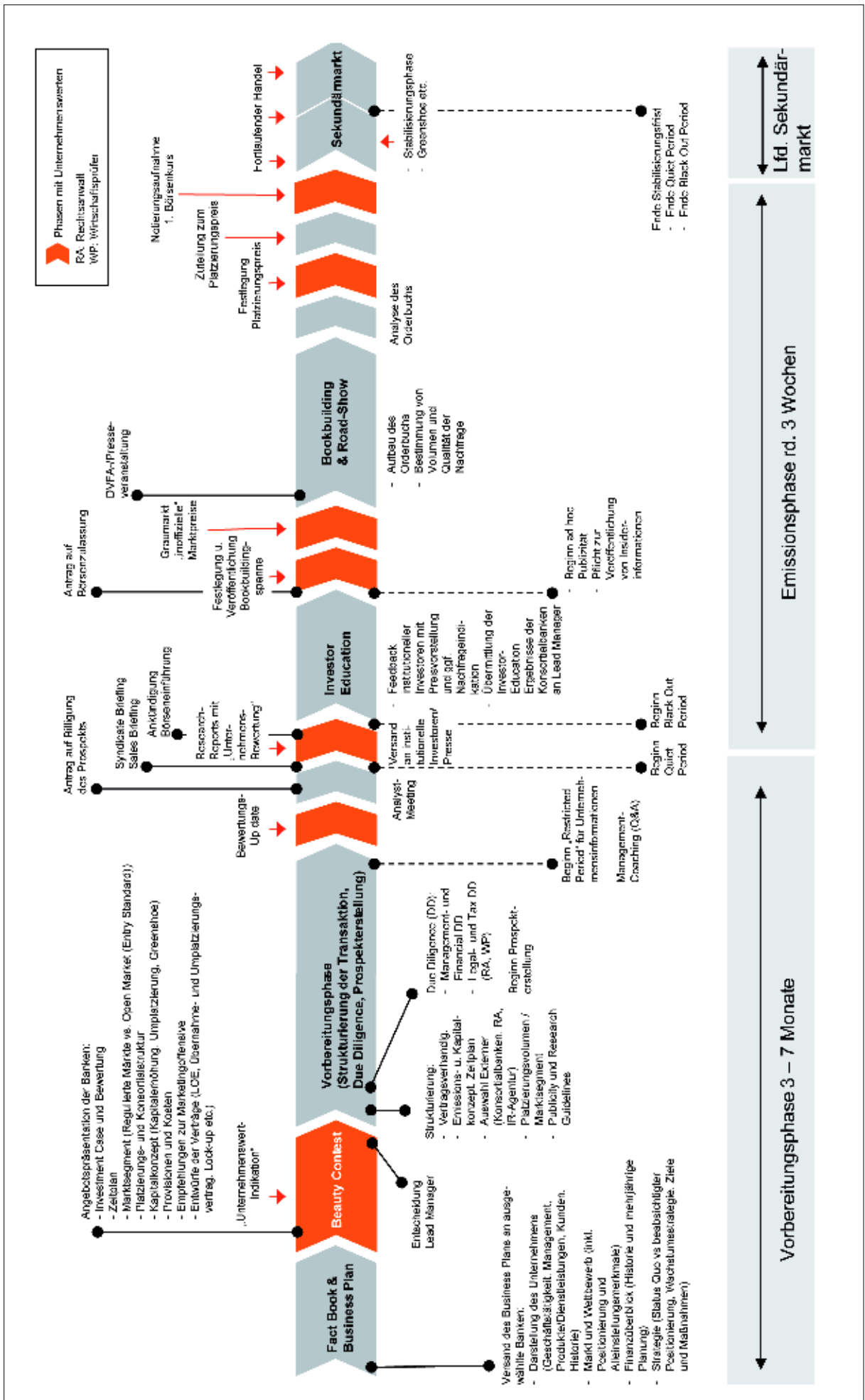
Im ersten Schritt stellt die Emittentin ausgewählten Banken ihr Fact Book inklusive Businessplan zur Verfügung, der qualifizierte Aussagen zu den Themen Unternehmensdarstellung, Markt und Wettbewerb, Strategie und Finanzüberblick beinhalten sollte.

Auf dieser Basis prüfen Banken, ob und inwieweit das Unternehmensprofil grundsätzlich den sich im Zeitverlauf ändernden Anforderungen des Kapitalmarktes Rechnung trägt und somit über einen „proof of concept“ verfügt. Banken sind angesichts heutiger Rahmenbedingungen am Kapitalmarkt gut beraten, die Selektion potenzieller Börsenkandidaten anhand von Mindestkriterien – Vorliegen einer nennenswerten Marktposition, Nachweis einer nachhaltigen Profitabilität sowie einer glaubwürdigen Wachstumsstrategie – bereits in diesem frühen Stadium vorzunehmen. Somit bleibt es potenziellen Börsenkandidaten erspart, sich erst in der Platzierungsphase der öffentlichen Kritik der Investoren und der Presse auszusetzen und im Worst Case „Opferkandidat“ des – im Vorfeld bereits absehbaren – selektiven Investoreninteresses zu werden.



Heike Härtl, Executive Director, DZ BANK AG, Equities, Head of Technology & Financial Institutions

Grafik 1: Zeitlicher Ablauf einer Börseneinführung



Unter der Prämisse einer grundsätzlich positiven Würdigung des Emittentenprofils legen die Banken im Rahmen eines Beauty Contest ihr Angebot zur Begleitung der Börseneinführung dar. Abgeleitet aus dem Businessplan der Emittentin beinhaltet das Angebot neben dem (vorläufigen) Investment Case und der (indikativen) Bewertung Empfehlungen zur Strukturierung der Transaktion, insbesondere zum Zeitplan, zur Auswahl des Marktsegmentes, zur Platzierungs- und Konsortialstruktur, zum Kapitalkonzept sowie zur Marketingoffensive. Darüber hinaus offenbaren die Banken ihre Vorstellungen zu Provisionen und sonstigen Kosten.

Mit Blick auf eine glaubwürdige Verankerung des Investment Case im Kapitalmarkt sind bei der Ausgestaltung des Kapitalkonzeptes Besonderheiten der Emittentin zu berücksichtigen. Während bei Börseneinführungen von Großunternehmen – häufig auch als Spin-offs – ein naturgemäß hoher Umplatzierungsanteil der Muttergesellschaft durchaus kapitalmarktkonform ist, stellt bei Emittentinnen mittelständischen Profils die Kapitalerhöhung respektive deren Mittelverwendung im Rahmen einer Wachstumsstrategie einen zentralen Bestandteil des Investment Case dar. Kannibalisierungseffekte auf den Investment Case und damit berechnete Investorenbedenken sind zu erwarten, wenn zwar einerseits die Börseneinführung der Wachstumsfinanzierung der Gesellschaft dienen soll, der Mittelzufluss aber via hoher Umplatzierungskomponente hauptsächlich auf Altgesellschafterebene (ggf. sogar des operativen Managements) stattfindet.

Anhand von Entscheidungskriterien wie Track Record, Platzierungskraft und Researchexpertise, aber auch das via Investment Case und Bewertung vermittelte Verständnis für das spezifische Business Model sowie das persönliche Commitment des Projektteams entscheidet sich die Emittentin für den Lead Manager der Börseneinführung.

Einhergehend mit dieser Entscheidung ist ein Kick-off-Meeting mit allen Prozessbeteiligten (i. w. Emittentin, Lead Manager, Rechtsanwaltskanzlei, Wirtschaftsprüfer, Investor Relations-Agentur) unerlässlich, in dem der Lead Manager anhand eines Zeitplans die Prozessaufgaben definiert und die Milestones übermittelt.

Wesentlicher Prozessbestandteil ist zudem eine ausführliche Due Diligence. Insgesamt dienen die Erkenntnisse aus der Due Diligence dazu, via Aufbau eines spezifischen Stärken/Schwächen- sowie Chancen/Risiken-Profiles der Emittentin den Investment Case über spezifische Alleinstellungsmerkmale und Risikofaktoren zu schärfen bzw. zu adjustieren. Somit stellen die Ergebnisse die grundlegende Basis eines konsistenten Informationsflusses dar, der sowohl im Prospekt als Grundlagendokument als auch in den maßgeblichen Präsentationsunterlagen der Emittentin (Analystenpräsentation, Sales Briefing, Roadshow-Präsentation) Niederschlag findet.

In die Vorbereitungsphase fällt auch das Analystenmeeting, in dem die Analysten die Gelegenheit zur Auseinandersetzung mit der Emittentin erhalten. Da die mehrperiodische Planung der Emittentin keinesfalls Bestandteil der Analystenpräsentation darstellt, besteht die Herausforderung der Analysten u. a. darin, zutreffende Schätzungen für die zukünftige Unternehmensentwicklung zu entwickeln. Um zu vermeiden, dass Analysten inhaltslose Profile erstellen, frei über eine angemessene Bewertung

und Perspektiven der Emittentin spekulieren, fiktive Werte ermitteln und damit keineswegs zu einer vernünftigen und sachgemäßen Anlageentscheidung beitragen, ist es unerlässlich, ihnen eine aus dem relevanten Markt abgeleitete Guidance zu übermitteln, ohne die Restriktionen der Kapitalmarktcommunication zu verletzen.

### Emissionsphase

Die öffentliche Phase beginnt in Form strukturierter Pressearbeit, mittels derer sukzessive Informationen über die geplante Börseneinführung bereitgestellt werden. Sie beginnen mit der Ankündigung der Börseneinführung und des Konsortiums, legen Details zum Investment Case sowie zur Verwendung des Emissionserlöses dar und münden in der Veröffentlichung konkreter Eckdaten zum zeitlichen Ablauf. In Zeiten volatiler Kapitalmärkte empfiehlt sich eine zwar langfristig vorbereitete, aber kurzfristig initiierte Pressearbeit, die erst zu einem Zeitpunkt öffentlichkeitswirksam wird, in dem Emittentin und Lead Manager über eine hinreichende Sicherheit hinsichtlich des Zeitpunktes der Börseneinführung verfügen.

Parallel mit Ankündigung der Börseneinführung erfolgt der Versand der Research Reports an institutionelle Investoren. Während der Prospekt – unter Verzicht auf die Veröffentlichung zukunftsgerichteter Aussagen – die Basis einer Kaufentscheidung sowohl für institutionelle als auch für private Anleger bildet, erhalten institutionelle Anleger zusätzlich die Research Reports. Mittels zukunftsgerichteter Aussagen, die auf Schätzungen der Analysten beruhen, sind validierbare Ableitungen zur Unternehmensbewertung möglich. Um dennoch einen einheitlichen und transparenten Informationsfluss sicherzustellen und damit auch der Financial Community ausreichende Informationen zur Verfügung zu stellen, die eine Auseinandersetzung mit den Perspektiven der Emittentin sowie einer daraus abgeleiteten Unternehmensbewertung erlauben, ist es empfehlenswert, auch der Presse als Multiplikator die Research Reports zur Verfügung zu stellen (Grafik 2, S. 28 reflektiert diesen Sachverhalt).

Das im Zuge der Investor Education übermittelte Feedback der institutionellen Investoren (Preisvorstellungen, Nachfrageindikation) bildet die zentrale Grundlage zur Festlegung und Veröffentlichung der Bookbuildingspanne. Je überzeugender der im Research Report dargestellte Investment Case inklusive Unternehmensbewertung, je konstanter die Kapitalmarktentwicklung und je stärker das spezifische Unternehmensprofil der Präferenz der institutionellen Investoren entspricht, desto geringer sind die Abweichungen zwischen dem in dem Research Report dargestellten Unternehmenswert und der Bookbuildingspanne.

Während der Roadshow hat die Emittentin die Möglichkeit, ausgesuchten institutionellen Investoren persönlich den Investment Case vorzustellen und etwaige Investorenbedenken auszuräumen. Neben der Vermittlung der Inhalte spielen insbesondere die Fähigkeiten des sich präsentierenden Managements eine zentrale Rolle. Im Vordergrund steht dabei die Beantwortung der Frage, ob das Management glaubwürdig vermitteln kann, die strategischen gesetzten Ziele aufgrund seiner Expertise erreichen zu können.

## Timber Real Estate Investments

# Watch Your Assets Grow



Photo: PhotoCASA.com

Global demand for timber products is expected to rise steadily. Therefore investments in timber real estate offer a high potential for sustainable performance. The low correlation between the returns of timber and other asset classes such as stocks or bonds may also improve portfolio diversification. Beyond that timber real estate investments help to fight the negative effects of the ongoing climate change.

positive investments

**Caudex  
Capital**  
sustainable investment advisory

To contact us, please visit our homepage: [www.caudex-capital.com](http://www.caudex-capital.com), write an email to [info@caudex-capital.com](mailto:info@caudex-capital.com) or call us: +49 (0)69 975 70 78 72



*Mit Blick auf eine angemessene und stabile Sekundärmarktentwicklung kann es trotz mehrfacher Überzeichnung, aber preislicher Limitierungen wesentlicher institutioneller Investoren zielführend sein, den Marktmechanismen bei der Festlegung des Platzierungspreises Rechnung zu tragen.*

Preiszugeständnisse bei der Festlegung des Platzierungspreises Rechnung zu tragen.

Im Ergebnis mündet die Bookbuildingphase über die Auswertung der Nachfrage in der Festlegung des Platzierungspreises, der Zuteilung an die Investoren sowie der Notierungsaufnahme an der Börse. Mit Blick auf eine angemessene und stabile Sekundärmarktentwicklung der Aktie kann es trotz mehrfacher Überzeichnung der Nachfrage, aber preislicher Limitierungen wesentlicher institutioneller Investoren zielführend sein, den Marktmechanismen über

**Sekundärmarktphase**

Mit Notierungsaufnahme beginnt der fortlaufende Handel der Aktie. Je nach Entwicklung des Aktienkurses ergreift der Lead Manager binnen eines Zeitraumes von maximal 30 Kalendertagen ab Notierungsaufnahme Stabilisierungsmaßnahmen. Die Ausübung des Greenshoes während dieser Frist ist im wesentlichen abhängig von dem Nachfrageverhalten der Investoren im Sekundärmarkt sowie der Notwendigkeit und dem Ausmaß entsprechender Maßnahmen des Lead Managers.

Grafik 2: Restriktionen der Kapitalmarktkommunikation

Kapitalmarktrelevanter Informationstransfer		
	Prospekt	Research
Ziel	Basis einer Kaufentscheidung	Information institutioneller Anleger
Ersteller	Lead Manager, RA (Mitwirkung der Emittentin)	Alle an der Emission beteiligten Konsortialbanken
Zielgruppe	Institutionelle Anleger, Privatanleger	Institutionelle Anleger
Zukunftsgerichtete Aussagen	Nicht vorhanden	Als Schätzung der Analysten vorhanden
Entw. validierbarer Aussagen/Unternehmensbewertung	Nicht möglich	Möglich

- Ziel: Einheitlicher Informationsfluss in Richtung Anleger (Institutionelle Anleger / Privatanleger)
- Prämisse: Einhaltung des Wertpapierprospektgesetzes; EU-Prospektrichtlinie
- Lösung: Versand der Research-Studien durch die Banken vor Beginn der Black-out-period an die Presse

Mit Blick auf eine stabile Sekundärmarktentwicklung der Aktie sind Emittenten gut beraten, über die formellen Folgepflichten einer Notierungsaufnahme hinaus in Form einer aktiven Investor Relations-Arbeit fortlaufend Kontakte zu den Investoren zu pflegen, die Erfüllung der im Rahmen der Börseneinführung gesetzten strategischen Ziele (Mittelverwendung) via entsprechendem Newsflow im Kapitalmarkt zu kommunizieren und damit den Investment Case fortlaufend weiterzuentwickeln. Das über diesen Weg generierte Investorenvertrauen bereitet die Basis einer guten Kursentwicklung sowie für etwaige weitere Kapitalmarktaktivitäten der Emittentin.

**Ergebnis**

Die Börseneinführung stellt insgesamt ein adäquates Instrument dar, das zukünftige Unternehmenswachstum zu finanzieren und kennzeichnet damit einen Meilenstein in der Unternehmensentwicklung. Jedoch müssen potenzielle Emittenten bestimmte Mindestkriterien erfüllen, um auf eine entsprechende Aufnahmebereitschaft des Kapitalmarktes zu stoßen. Gleichberechtigt neben der inhaltlichen Ausprägung des Unternehmensprofils („proof of concept“) ist dabei die Managementqualität zu sehen, zu deren Willensbildung eine ausgeprägte Kommunikationsbereitschaft in guten wie schlechten Zeiten zählen sollte.