

Die Motive eines IPOs sind eine grundlegende Aussage im Rahmen einer Emis-sionsstrategie. Die Motive der Unternehmen, die einen Börsengang anstreben, sind facettenreich und treten zumeist als ein Motivbündel auf. Im IPO-Fall tritt aber immer ein Motiv als das dominierende Motiv auf.

Die anderen Motive spielen dann zwar eine Rolle, sie ordnen sich aber immer dem zentralen Motiv unter. Grundsätzlich lassen sich zwei Kategorien von Motiven für ein IPO unterscheiden: die unternehmensbezogenen und die eigentü-merbezogenen Motive.

Unterteilung der Motive:

Es gibt eine Vielzahl von Motiven, die für eine Börseneinführung sprechen. Die in der Praxis am häufigsten anzutreffenden Motive lassen sich in zwei Kategorien einteilen:

- Unternehmensbezogene Motive
- Eigentümerbezogene Motive

Unternehmensbezogene Motive

• Finanzierung von Wachstum

Empirische Studien verdeutlichen, dass das externe Unternehmenswachstum für mittelständische Unternehmen eine besondere Rolle spielt. Die externe Wachstumsfinanzierung steht eindeutig im Vordergrund. Die Motive „Stärkung des Eigenkapitals“ und „Wachstumsfinanzierung“ sind nicht scharf voneinander zu trennen, da Eigenkapital auch zur Finanzierung von Akquisitionen herangezogen werden kann.

Externes Wachstum beutet den Kauf von Shares oder Assets anderer Unternehmen. Hierbei besteht die Möglichkeit, eigene Aktien als Akquisitionswährung einzusetzen, um den Unternehmenskauf liquiditäts-neutral gestalten zu können. Dies bedeutet, dass das börsennotierte Unternehmen gegen Abgabe seiner Aktien sich an anderen Unternehmen beteiligen kann.

Verwendung findet das Kapital nicht nur für externes Wachstum, sondern auch für internes Wachstum. Internes Wachstum bezieht sich auf eine Fülle von Verwendungsmöglichkeiten der Liquidität, um dadurch das organische Wachstum aus eigener Kraft voranzutreiben. In Betracht kommen z. B. der Ausbau der Produktion, des Vertriebs, der F&E-Aktivitäten und des Marketings.

Die erfolgreiche Verwendung des Kapitals für das Unternehmenswachstum erfolgt in der Regel innerhalb von ein bis zwei Jahren nach dem IPO und ist gegenüber den neuen Aktionären wie die Erfüllung eines Versprechens zu behandeln.

• Genereller Zugang zum Kapitalmarkt

Der Börsengang ist insbesondere für mittelständische Unternehmen, die z. B. ein Listing am Entry Standard anstreben, ein Türöffner zum organisierten Kapitalmarkt und eröffnet den Unternehmen die Möglichkeit der Verstärkung der Eigenkapitalbasis. Die sich dadurch ergebende Verbesserung der Risikokapitalversorgung führt zu einer Verbesserung der Expansionschancen, erweitert die Fremdfinanzierungsmöglichkeiten oder eröffnet die Möglichkeit der Ablösung teurer Fremdfinanzierungen und führt zu einer Senkung der Kapitalbeschaffungskosten. Die bisher vorherrschende Abhängigkeit von den Fremdkapitalgebern kann dadurch erheblich reduziert werden. Der Börsengang ermöglicht somit eine stärkere Diversifizierung der Finanzierungsquellen.

Die Börsennotierung eröffnet den Unternehmen aber auch den Zugang zu weiteren Finanzierungsinstrumenten wie Wandelschuldverschreibungen oder Optionsanleihen, die anderen Gesellschaften nicht zur Verfügung stehen. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, bei einer erfolgreichen Weiterentwicklung des Unternehmens, spätestens nach zwei Jahren im Wege einer Kapitalerhöhung, erneut Eigenkapital am organisierten Kapitalmarkt relativ unproblematisch und schnell zu beschaffen. Auch eine (parallele) Platzierung auf internationalen Börsenplätzen (Dual Listing) kann eine weitere Option sein, die jedoch hauptsächlich für Unternehmen in Betracht kommt, deren Hauptabsatzmärkte im Ausland liegen.

• Internationalisierung

Der durch den Börsengang dem Unternehmen zufließende Emissionserlös wird häufig für die Realisierung oder die Vertiefung einer Internationalisierungsstrategie verwendet, die Teil der Wachstumsstrategie ist. Ziele einer Expansion ins Ausland sind die Erschließung neuer Absatzmärkte, die Erweiterung der Kundenbasis, die Senkung der Produktionskosten oder die Risiko- und Produktdiversifizierung. Zu diesem Zweck sind der Aufbau und die Finanzierung von Management- und Personalressourcen im In- und Ausland zwingend erforderlich.

• Börseneinführung von Tochtergesellschaften

Auch Konzernunternehmen nutzen die Börseneinführung von Tochtergesellschaften, insbesondere solcher, die mit den Kernbereichen der Unternehmensgruppe keine Synergieeffekte aufweisen. Bekannteste Beispiele der letzten Jahre sind der Börsengang der Deutsche-Telekom-Tochter T-Online International AG oder der Commerzbank-Tochter Comdirect. Je nachdem, wie hoch der an der Börse platzierte Unternehmensanteil des Tochterunternehmens ist, spricht man von einem Spin-off oder Equity Carve-out.

Ist das Mutterunternehmen der Unternehmensgruppe selbst an der Börse notiert und wird diese vom Kapitalmarkt unterbewertet, stellt die Börseneinführung eines wachstumsträchtigen und technologisch innovativen Tochterunternehmens ein vorteilhaftes Finanzierungsinstrument für die eigenen Kerngeschäftsfelder dar, um eine höhere Börsenbewertung zu erhalten. Die verbleibenden Anteile an dem Tochterunternehmen werden durch den Börsengang fungibel und können jederzeit zu Marktpreisen verkauft oder durch einen Zukauf aufgestockt werden. Gegenüber einem traditionellen Verkauf der Unternehmensanteile des Tochterunternehmens an einen Dritten besteht die Möglichkeit, im Rahmen eines

mehrstufigen Verkaufs der Anteile über die Börse einen weitaus höheren Erlös erzielen zu können. Ein Mitarbeiterbeteiligungsprogramm des Tochterunternehmens kann zudem eine Motivationswirkung auf das Management und die Mitarbeiter haben. Auch können die Aktien des Tochterunternehmens als Akquisitionswährung verwendet werden.

• Erhöhung des Bekanntheitsgrades

Der Börsengang ist mit einer Erhöhung des Bekanntheitsgrades verbunden, der sich von den Unternehmen in vielfältiger Weise nutzen lässt, z. B. als Public-Relations-Instrument. Positive Effekte können sich aber auch auf das Image des Unternehmens sowie auf die Rekrutierung qualifizierter Mitarbeiter ergeben. Durch die mit der Börsennotierung verbundene öffentliche Aufmerksamkeit steigt die Attraktivität des (mittelständischen) Unternehmens für hoch qualifizierte Manager. Die Position des Vorstands ist mit einer höheren Reputation sowie mit größeren unternehmerischen Freiräumen kraft Gesetzes verbunden. Dieser Aspekt gewinnt insbesondere dann an Bedeutung, wenn das Management nicht mehr in der erforderlichen Qualität aus den eigenen Reihen besetzt werden kann. In mittelständischen Unternehmen führt dies zu einer Trennung von Kapital und Management.

• Verbesserung der Stellung gegenüber Stakeholdern

Börsenunternehmen stehen während und nach dem Börsengang im Fokus der Finanzöffentlichkeit und sind damit wesentlich präsenter als andere Unternehmen. Durch eine aktive Investor-Relations-Politik kann der positive Publizitätseffekt für ein besseres Standing gegenüber Lieferanten, Kunden, Banken, Aktionären und sonstigen Kooperationspartnern genutzt werden. Maßgeblich hierfür ist die Risikoausgleichsfunktion des Eigenkapitals, welche die Krisenanfälligkeit des Unternehmens reduziert.

Mit der Bekanntheit des Unternehmens wächst tendenziell auch die Kreditwürdigkeit, da aufgrund der mit dem Börsengang verbundenen Transparenzerfordernisse und der höheren Publizität im Rahmen der Folgepflichten die Bonität leichter unter Risikoaspekten geprüft werden kann.

• Kapitalbeteiligung des Managements und der Mitarbeiter

Für Manager, die an der Spitze der 30 größten deutschen börsennotierten Konzerne stehen, sind Aktienoptionsprogramme seit Langem allgemein üblich und stehen häufig in der Kritik der Öffentlichkeit. Demgegenüber hat die Beteiligung von Mitarbeitern an ihrem arbeitgebenden

Unternehmen – seit dem Ende des Neuen Marktes – sowohl bei den Unternehmen des Prime Standard als auch des Entry Standard derzeit keinen großen Stellenwert, trotz der steigenden Zahl von Neuemissionen in den letzten vier Jahren.

Bei Mitarbeiterbeteiligungsmodellen für Manager und Mitarbeiter in Form von Aktienoptionsprogrammen handelt es sich grundsätzlich um eine freiwillige Leistung des Unternehmens, mit der unterschiedliche Zielsetzungen erreicht werden sollen:

- Identifikation der Belegschaft mit dem Unternehmen
- Schaffung eines Anreizes für eine erfolgsorientierte Leistung, durch welche eine Erhöhung der Produktivität des Unternehmens angestrebt wird
- Steigerung der Attraktivität als Arbeitgeber im internationalen Wettbewerb um qualifiziertes Personal
- Stärkere Bindung der vorhandenen Mitarbeiter an das Unternehmen
- Chance für Mitarbeiter, Kapitalvermögen als eine zusätzliche Alterssicherung aufzubauen

Mitarbeiterbeteiligungsmodelle, insbesondere Aktienoptionsprogramme, sind nicht unumstritten, da eine motivierende Wirkung auf die Mitarbeiter ausbleibt, wenn sie nicht ausgeübt werden können. In Bezug auf das Management können diese auch

dazu führen, dass gute Nachrichten publiziert und schlechte Nachrichten zurückgehalten werden. Dies macht deutlich, dass Aktienoptionsprogramme in der Praxis sehr sensibel gehandhabt werden müssen.

• Exit-Option für Finanzinvestoren

Empirische Studien belegen, dass mittelständischen Unternehmen, die im nicht EU-regulierten Marktsegment Entry Standard gelistet sind, mehrheitlich eine vorbörsliche Finanzierung durch Venture-Capital- und Private-Equity-Unternehmen aufweisen.

Die Beteiligung eines Venture-Capital- oder eines Private-Equity-Unternehmens kann sich vor einer Börseneinführung (Pre-IPO-Finanzierung) als sinnvoll erweisen, wenn die vorbereitenden Maßnahmen zu einem signifikanten Finanzierungserfordernis führen und gleichzeitig Kreditlinien benötigt werden oder wenn ein ungünstiges Börsenklima die Verschiebung eines geplanten Börsengangs erzwingt.

Wenn Venture-Capital- oder Private-Equity-Unternehmen Unternehmen finanzieren, dann investieren diese meist nur in solche, die bereits nennenswerte Umsätze und positive nachhaltige Cashflows erzielen sowie möglichst schon profitabel sind.

Ein wesentlicher hierbei zu berücksichtigender Aspekt ist, dass die bisherigen Unternehmensinhaber den neuen Mitgesellachtern durch die Abgabe von Gesellschaftsanteilen Mitspracherechte gewähren müssen. Gerade Beteiligungsgesellschaften lassen sich insbesondere in strategischen Fragestellungen umfangreiche Mitspracherechte in Form von Erlaubnisvorbehalten einräumen. Als Gegenleistung wird dem Unternehmen Eigenkapital zur Verfügung gestellt, ohne dass dafür Sicherheiten bereitgestellt werden müssen.

Die durch die Pre-IPO-Finanzierung umzusetzenden Maßnahmen dienen dazu, die Attraktivität des Börsenaspirenden für die Anleger zu erhöhen. Eine Börseneinführung ohne eine ausgereifte Unternehmensstrategie und Equity Story, für die die vorbörslichen Kapitalmittel verwendet werden sollen, wird nicht zum Erfolg führen.

Die Beteiligungsgesellschaften sind als Miteigentümer Partner auf Zeit für einen Zeitraum von ca. drei bis fünf Jahren. Der Zeithorizont ihrer Beteiligung am Unternehmen ist davon abhängig, wie schnell das Unternehmen eine angemessene Rendite für die Investoren generiert.

Für den Exit dieser Investoren gibt es grundsätzlich vier unterschiedliche Möglichkeiten:

Trade Sale

Die Anteile am Unternehmen werden an einen strategischen Investor verkauft.

Secondary (Financial) Buy-out

Die Anteile am Unternehmen werden an einen zweiten Finanzinvestor verkauft.

Buy Back

Die Unternehmensanteile werden vom Alzeitigentümer zurückgekauft

Initial Public Offering

Die Beteiligungsgesellschaften platzieren die von ihnen gehaltenen Unternehmensanteile über einen Börsengang um. Dies ist die Variante, die in der Regel den höchsten Gewinn verspricht.

Eigentümerbezogene Motive

• Kasse machen

Gesellschafter mittelständischer Unternehmen investieren in der Regel einen Großteil ihres Vermögens in das eigene Unternehmen. Dadurch ergeben sich für diese erhebliche Risiken, da die eigene Vermögenssituation wesentlich vom

wirtschaftlichen Erfolg oder Misserfolg des Unternehmens abhängig ist. Durch die Umwandlung des Unternehmens in eine Aktiengesellschaft und einen darauf folgenden Börsengang besteht die Möglichkeit, das wirtschaftliche Risiko auf die Gesamtheit der Aktionäre zu verteilen. Durch die Platzierung eines begrenzten Teils der Aktien aus dem Besitz der Altaktionäre beim Börsengang wird ein vom Unternehmerrisiko freies Privatvermögen geschaffen. Im allgemeinen Sprachgebrauch wird dies als „Kasse machen“ der Altaktionäre bezeichnet.

Grundsätzlich honoriert die Börse nicht, wenn die aus dem Börsengang zufließende Liquidität aus dem Verkauf der vorhandenen Aktien stammt und damit überwiegend an die Altaktionäre fließt oder wenn damit vollumfänglich Kreditverpflichtungen abgelöst werden sollen. Die neuen Aktionäre erwarten, dass aus dem Börsengang möglichst viel neue Liquidität dem Unternehmen zufließt und diese in Zukunftsprojekte des Unternehmens investiert und damit wertgenerierend eingesetzt wird. Dennoch, die Praxis zeigt, dass die Altaktionäre am Börsengang ihres Unternehmens profitieren können, solange die Grenze der Verhältnismäßigkeit nicht überschritten wird.

Der Börsengang des Unternehmens ist grundsätzlich mit keinem Einflussverlust der Altgesellschafter

verbunden. Bei einem Free Float, d. h. dem Aktienanteil, der nicht in festem Besitz ist, von unter 50 % liegt die einfache Mehrheit bei den Altaktionären. Da die Präsenz der Aktionäre auf Hauptversammlungen regelmäßig unter 100 % liegt, hat dies zur Folge, dass die Altaktionäre auch bei einem Free Float von über 50 % der Aktien auf der Hauptversammlung über die Stimmenmehrheit verfügen können.

Darüber hinaus gibt es eine Vielzahl von Instrumenten, um die Stimmenmehrheit der Altaktionäre zu gewährleisten (z. B. die Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien, Poolverträge, Satzungsgestaltungen).

• Sicherung der Unternehmensnachfolge

Nach Erhebungen des Instituts für Mittelstandsforschung, Bonn, kann davon ausgegangen werden, dass Jahr für Jahr in rund 71.000 Unternehmen die Nachfolgefrage zu lösen ist. Die Gründe hierfür sind vielfältig. Oftmals fehlt ein geeigneter Nachfolger aus dem Familienkreis. Möglich ist aber auch, dass Nachfolger vorhanden sind, diese aber nicht zur Verfügung stehen, weil entweder das Interesse nicht vorhanden ist, in das Unternehmen einzutreten, oder weil es am notwendigen Alter und der Erfahrung fehlt. Eine Option, die Unternehmensnachfolge zu regeln,

ist der Börsengang. Dies setzt voraus, dass das Unternehmen zuvor in eine börsenfähige Rechtsform überführt wird, das für einen Börsengang notwendige Börsenreife Kriterium erfüllt und für den Kapitalmarkt mit einer vielversprechenden Equity Story attraktiv ist.

Durch die Umwandlung in die börsenfähige Rechtsform der Aktiengesellschaft kommt es bei mittelständischen Unternehmen zur Trennung von Eigentum und Leitung. Die Unternehmensleitung können fortan externe Manager übernehmen, die vor dem eigentlichen Börsengang zu rekrutieren sind.

Die Rechtsform der AG ist für externe Manager sehr attraktiv. So ist zunächst das positive Image anzuführen, das mit der Position des Vorstands einer AG verbunden ist. Hinzu kommt, dass der Vorstand der AG zwar der Kontrolle des Aufsichtsrates unterliegt, jedoch ist dieser nicht an dessen Weisungen gebunden. Dies verhält sich bei den überwiegend mittelständisch geprägten Personengesellschaften anders, weshalb es für diese schwieriger ist, qualifizierte Führungskräfte zu finden.

Für mittelständische Unternehmer sind mit dem Börsengang mehrere Vorteile verbunden:

- Der Börsengang lässt für den bisherigen Unternehmensinhaber die Möglichkeit offen, sich schrittweise aus dem Management zurückzuziehen und dem Unternehmen mit seinen Erfahrungen im Aufsichtsrat weiter zur Verfügung zu stehen.
- Die Mehrheit der Aktien kann auch nach einem Börsengang von dem bisherigen Inhaber gehalten werden. Während im Prime Standard und General Standard ein Mindeststreubesitz von 25 % vorgeschrieben ist, können im Entry Standard im ersten Schritt auch weniger Aktien im Rahmen des Börsengangs platziert werden. Im Falle der Platzierung von stimmrechtslosen Vorzugsaktien ergibt sich durch den Börsengang kein Einfluss auf die Stimmrechtsverhältnisse.
- Nach dem Ablauf einer mit der konsortialführenden Bank vereinbarten Haltefrist besteht jederzeit die Möglichkeit, durch den Verkauf weiterer Aktien über die Börse sich schrittweise vom Unternehmen zu trennen.
- Ist ein familieninterner Nachfolger vorhanden, aber erst zu einem späteren Zeitpunkt bereit, das Unternehmen zu führen, können bis dahin erfahrene externe (Top-)Manager die Unternehmensführung übernehmen.

- Mit dem Börsengang seines Unternehmens kann sich der Inhaber weiterhin die Entscheidung offen halten, seine Aktien an Familienangehörige zu übertragen. Die an der Börse eingeführte Aktie besitzt ein Höchstmaß an Fungibilität. Sie kann von den Anteilseignern jederzeit veräußert bzw. übertragen werden.
- Ein Börsengang beeinträchtigt die unternehmerische Unabhängigkeit in keiner Weise. Das dem Unternehmen über den Börsengang zufließende Eigenkapital stärkt vielmehr die Unabhängigkeit und die Bonität des Unternehmens.

In Abhängigkeit vom Status der Börsenreife ist für den Börseneinführungsprozess als Instrument der Unternehmensnachfolge ein Zeitraum von 6 bis 15 Monaten zu veranschlagen. Für das Management ist der Zeitaufwand in den einzelnen Phasen recht unterschiedlich, wobei die zeitliche Belastung in der Regel zunimmt, je näher der Zeitpunkt der Börseneinführung rückt. Unabhängige Emissionsberater können den Unternehmer insbesondere vor und während des Börsengangs in der Zusammenarbeit mit der Vielzahl von Beteiligten unterstützen.

• Neustrukturierung des Gesellschafterkreises

Mit der Börseneinführung eines Unternehmens kann bei Unternehmen mit vielen Gesellschaftern auch Konflikten im Gesellschafterkreis begegnet werden.

Das Ausscheiden von Gesellschaftern ist in der Regel mit der Auszahlung der Gesellschaftsanteile verbunden. Ist das Problem der Bewertung der Anteile gelöst, sind die verbleibenden Gesellschafter vielfach finanziell nicht in der Lage, die Gesellschaftsanteile der abgebenden Gesellschafter zu übernehmen. Ebenso besteht die Möglichkeit, dass ausscheidende Gesellschafter keinen Käufer für ihre Anteile finden. Die Gründe hierfür können vielschichtig sein.

Erfüllt das Unternehmen die Voraussetzungen für einen Börsengang, können derartige Konflikte in der Regel nicht auftreten. Die Bewertung der Gesellschaftsanteile erfolgt auf der Grundlage des Börsenkurses, der den Markt- bzw. Verkehrswert repräsentiert. Aufgrund der hohen Fungibilität der Aktie ist der Gesellschafterwechsel bzw. der Verkauf von Aktien, soweit diese keiner zeitlichen Halteverpflichtung unterliegen, deutlich einfacher. Zu beachten ist hierbei, dass die ausscheidenden Gesellschafter den Aktienverkauf möglichst markt- bzw. kursschonend vornehmen. In Betracht kommt beispielsweise die Platzierung von Aktienpaketen bei institutionellen Investoren.

MUSTER AG >Ausgangssituation<		
	Aktien	Euro
Kapitalstruktur Gezeichnetes Kapital vor IPO-Kapitalerhöhung Altaktionäre		500.000
		1.500.000
		2.000.000
Anteilsverhältnisse > Altaktionäre	2.000.000	100,0 %
	2.000.000	100,0 %



MUSTER AG >IPO<		
	Aktien	Euro
Kapitalstruktur Gezeichnetes Kapital IPO-Kapitalerhöhung		2.000.000
		1.000.000
		3.000.000
Anteilsverhältnisse > Altaktionäre > Freefloat	1.600.000	53,3 %
	1.400.000	46,7 %
	3.000.000	100,0 %



Mögliche Kapitalzuflüsse	
> Altaktionäre („Kasse machen“):	
400.000 Aktien x 15 €/Aktie =	6.000.000 Euro
> Muster AG:	
1.000.000 Aktien x 15 €/Aktie =	15.000.000 Euro



Börsenkapitalisierung	
Unternehmenswert:	45.000.000 Euro
Anzahl Aktien:	3.000.000
> Rechnerischer Aktienkurs	15 Euro/Aktie

Eigentümerbezogenes Motiv „Kasse machen“