

Abhängig von der jeweiligen Struktur, Historie und geplanten Entwicklung eines Unternehmens müssen dessen Eigentümer und das Management entscheiden, ob der Emittent eine einfache Notierungsaufnahme ohne öffentliches Angebot anstreben oder im Rahmen eines öffentlichen Angebotes seine Aktien den Anlegern breit gestreut zum Kauf anbieten soll. Gleichzeitig muss der Emittent die Kapitalmarktzugänge prüfen, die die verschiedenen Segmente der Deutschen Börse bieten. Diese verlangen die Erfüllung unterschiedlicher Zulassungsvoraus-

setzungen bzw. Emissionsfolgepflichten. Dabei sind auch ein Dual Listing sowie eine US-Platzierung in Betracht zu ziehen.

Weitere Möglichkeiten der Handelaufnahme sind ein Reverse IPO sowie die Platzierung von Aktien durch eine SPAC, eine Special Purpose Acquisition Corporation.

### Notierungsaufnahme ohne öffentliches Angebot

Bei einer Notierungsaufnahme ohne öffentliches Angebot handelt es sich nicht um ein IPO im eigentlichen Sinne, da eben kein „erstes öffentliches Angebot“ (Initial Public Offering) zur Zeichnung von Aktien durch das Unternehmen abgegeben wird. Vielmehr stellt ein an der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) zugelassener Handelsteilnehmer für den Börsenaspirenden den Antrag auf Einbeziehung in den Handel. Die Handelaufnahme findet typischerweise im Open Market (Freiverkehr) der FWB statt. Der Open Market ist ein börsenregulierter Markt, der nicht den Vorgaben des Europäischen Gemeinschaftsrechts, sondern lediglich nationalen Vorschriften folgt (nicht EU-regulierter Markt). Die Zulassungsvoraussetzungen für die Einbeziehung von Aktien in den Open Market erfüllt der Emittent bereits mit einem nichtöffentlichen und nicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) oder Börse geprüften Unternehmensexposé.

Die Erstellung eines Prospektes nach dem Wertpapierprospektgesetz (WpPG) wäre nur dann erforderlich, wenn die Einbeziehung mit einem öffentlichen Angebot in Deutschland einherginge. Als ein solches kann von der BaFin aber bereits auch eine kleine Umplatzierung aus Altaktionärsbesitz oder Kapitalerhöhung gewertet werden, die zur Herstellung einer gewissen Liquidität in der Aktie bei einigen wenigen ausgewählten institutionellen Investoren privat platziert wird.

Strebt der Emittent außerdem die Aufnahme in den Entry Standard, ein Spezialsegment des Open Market mit zusätzlichen Transparenzanforderungen, an, bedarf es neben der Antragstellung durch den zugelassenen Handelsteilnehmer auch dessen Verpflichtungserklärung, die Regeln des Entry Standard einzuhalten und die Erfüllung der Transparenzanforderungen durch das Unternehmen zu überwachen. Handelt es sich nicht schon bei dem antragstellenden Handelsteilnehmer um einen Deutsche Börse

Listing Partner, so muss der Emittent zusätzlich einen solchen verpflichten. Bei einem Deutsche Börse Listing Partner kann, muss es sich aber nicht zwangsläufig um ein Kreditinstitut handeln. Seine Kernaufgaben bestehen in der Durchführung eines ersten und fortlaufend mindestens einmal jährlich stattfindenden Informationsgesprächs über Transparenzanforderungen am Kapitalmarkt sowie die Beratung des Unternehmens bei der Veröffentlichung der vorgeschriebenen Informationen (u.a. Unternehmenskalender, -kurzporträt, Publikation wesentlicher Unternehmensnachrichten).

Eine Notierungsaufnahme ohne öffentliches Angebot an dem regulierten Markt (General Standard) ist grundsätzlich denkbar, da keine Mindestanforderungen an die Höhe des Free Float bestehen, im Teilbereich Prime Standard, in dem ein Free Float in Höhe von 25 % erreicht werden muss, jedoch nicht möglich. Zulassungsvoraussetzung im regulierten Markt ist jedoch auch bei einer Notierungsaufnah-

me ohne öffentliches Angebot die Erstellung eines Prospektes durch den Emittenten. Allerdings wird ein Börsenkandidat, der seine Aktien ohne öffentliches Angebot notieren möchte, die Aufnahme in einen EU-regulierten Markt (General and Prime Standard) typischerweise nicht anstreben. Er wählt den schnellen und einfachen Weg an die Börse, weil er meist auch weitere Zulassungsvoraussetzungen oder Emissionsfolgepflichten des regulierten Marktes (noch) nicht erfüllen kann, z. B. eine Rechnungslegung nach internationalen Bilanzierungsgrundsätzen. Dennoch ist das angestrebte Fernziel ein Listing im regulierten Markt, um die Börse auch zur Kapitalbeschaffung nutzen zu können. Das Listing soll zunächst den Bekanntheitsgrad steigern und Investoren auf das Papier aufmerksam machen. Auch eine Umstrukturierung des Aktionärskreises wird so leichter möglich.

### **Notierungsaufnahme mit öffentlichem Angebot**

Bei einer Notierungsaufnahme mit einem ersten öffentlichen Angebot (IPO), bietet ein Emittent Aktien, die aus einer Kapitalerhöhung stammen, und/oder seine Altaktionäre (einen Teil) ihrer Aktien dem Anlegerpublikum breit gestreut zum Kauf an. Dieses erste öffentliche Angebot im Inland löst wie auch zu einem späteren Zeitpunkt stattfindende öffentliche Angebote desselben Emittenten grundsätzlich die Pflicht zu Erstellung eines Prospektes nach dem

Wertpapierprospektgesetz (WpPG) aus. Zwar sieht das WpPG bestimmte Ausnahmen von der Prospektspflicht vor (z. B. eine Kapitalerhöhung von unter 10 % bereits zugelassener Papiere), jedoch passen diese nicht auf die Situation einer erstmaligen Börsennotierung. Typischerweise geht das öffentliche Angebot in Deutschland mit Privatplatzierungen bei institutionellen Investoren im europäischen Ausland einher.

Sollen die neu zu emittierenden Aktien und/oder die umzuplatzierenden Aktien außerdem an einem regulierten Markt notiert werden, ergibt sich auch aus den Zulassungsvoraussetzungen des regulierten Marktes die Prospektspflicht für den Emittenten. Dabei ist der General Standard insbesondere für Unternehmen geeignet, die überwiegend nationale Investoren ansprechen. Zu den wesentlichen gesetzlichen Anforderungen zählen u. a. die Veröffentlichung von Jahres- und Halbjahresfinanzberichten nach IFRS sowie Zwischenmitteilungen für die Quartale 1 und 3, Ad-hoc-Publizitätspflichten, die Offenlegung von Directors' Dealings und die Mitteilung zur Überschreitung von Meldeschwellen. Unternehmen des Prime Standard müssen darüber hinausgehende internationale Transparenzanforderungen, wie z. B. die Erstellung und elektronische Übermittlung von Jahres-, Halbjahres- und Quartalsfinanzberichten, die Veröffentlichung eines Unternehmenskalenders im Internet und die Durchführung mindestens einmal jährlich stattfindender Analystenveranstaltungen,

erfüllen. Die Zulassung zum Prime Standard ist zugleich Voraussetzung für die Aufnahme eines Unternehmens in die Indizes DAX, MDAX, TecDAX, SDAX und GEX.

Neben der Börsenzulassung und der Erstellung des Prospektes muss ein IPO-Kandidat ein spezifisches Emissionskonzept entwickeln. Dieses umfasst neben der Equity Story die gewünschte Zielanlegerstruktur, die Rechtsform, die Aktienart und -gattung, das Platzierungsverfahren sowie die Emissionsstruktur, d. h. das Verhältnis von Kapitalerhöhungs- zu Umpplatzierungsanteil aus Altaktionärsbesitz. Letztere ist ein immer wieder diskutiertes, sicherlich auch sehr unternehmensspezifisches Thema. Es steht in engem Zusammenhang mit der Equity Story, d. h. der Verwendung des Emissionserlöses durch das Unternehmen sowie einer indikativen Unternehmensbewertung. Ist die Equity Story schon so konkret entwickelt, dass eine bestimmte Investitionshöhe durch den Börsengang eingenommen werden soll, bestimmt diese sowie die Bewertung des Unternehmens die Anzahl der im Wege der Kapitalerhöhung zu emittierenden Aktien. Da wiederum der Kapitalerhöhungsanteil in einem von den Investoren akzeptierten Verhältnis zum Umpplatzierungsanteil stehen sollte, wird dessen Höhe schließlich auch von der Zukunftsplanung des Unternehmens bestimmt. Als grobe Richtschnur lässt sich festhalten, dass im

Rahmen eines IPOs der Kapitalerhöhungsanteil nicht weniger als 40% des Emissionsvolumens ausmachen sollte.

### „Europäischer Pass“ für Prospekte und Dual Listing

Emittenten, die ihre Aktien nicht nur in Deutschland, sondern auch in einem oder mehreren anderen Staaten des Europäischen Wirtschaftsraumes (EWR) anbieten oder zum Handel an einem organisierten Markt zulassen möchten, können dies mit Hilfe des von der BaFin gebilligten Prospektes (einschließlich möglicher Nachträge) zwölf Monate lang tun. Einzige Voraussetzung hierfür ist die sogenannte „Notifizierung“ des Prospektes durch die BaFin, d. h. die Ausstellung einer Bescheinigung durch die BaFin über deren Prospektbilligung gegenüber den zuständigen Behörden des anderen Staates. Diese Notifizierung muss durch den Emittenten bei der BaFin beantragt werden. Dieses Verfahren gilt vice versa für ausländische Emittenten.

Auch nach Ablauf der Gültigkeit des Prospektes können inländische Emittenten die Zulassung ihrer Aktien zum Handel an einem anderen organisierten Markt beantragen, wenn die Papiere zu diesem Zeitpunkt bereits länger als 18 Monate zum Handel zugelassen sind und der Emittent die laufenden Publizitätspflichten eingehalten hat. Einzige Vorausset-

zung ist die Veröffentlichung einer Prospektzusammenfassung in einer von der zuständigen Behörde des anderen Staates anerkannten Sprache. Dieses Verfahren gilt ebenfalls vice versa für ausländische Emittenten.

### US-Platzierung

Im Rahmen eines IPOs in Deutschland kann ein Emittent zusätzlich eine Privatplatzierung bei institutionellen Investoren nach Rule 144A in den USA anstreben. Diese Form der Platzierung ist gegenüber einem finanziell und rechtlich aufwendigen Zulassungsverfahren im Rahmen eines öffentlichen Angebotes in den USA, welches eine Registrierung bei der US-amerikanischen Aufsichtsbehörde SEC (Securities and Exchange Commission) erfordert, vorzuziehen. Jedoch können die Aktien nur an sogenannte QIBs (Qualified Institutional Investors) veräußert werden. Außerdem gelten nach Rule 144A starke Einschränkungen in der Kommunikation gegenüber US-amerikanischen institutionellen Investoren, die unbedingt zu beachten sind.

### Privatplatzierung

Im Rahmen einer Privatplatzierung (Private Placement) werden Wertpapiere nicht öffentlich, sondern lediglich einem begrenzten Anlegerkreis angeboten. Dies kann z. B. eine ein IPO in Deutsch-

land begleitende Privatplatzierung im Ausland sein. Die Basistransaktion für eine Privatplatzierung kann aber auch eine Kapitalerhöhung eines Unternehmens sein, die von einer oder mehreren Investmentbanken bei institutionellen Anlegern platziert wird oder eine sogenannte Umplatzierung. Bei letzterer werden Aktien aus Altaktionärsbestand ebenfalls an institutionelle Investoren veräußert, um z. B. eine Erhöhung des Free Float oder eine gezielte Änderung des Aktionärskreises herbeizuführen. Eine Privatplatzierung kann auch gleichzeitig Aktien aus einer Kapitalerhöhung und aus Altaktionärsbesitz beinhalten.

Im Gegensatz zu einem öffentlichen Angebot kann das Angebot von Aktien im Wege einer Privatplatzierung aufgrund des begrenzten Anlegerkreises prospektfrei erfolgen. Dies gilt insbesondere für Angebote, die sich an sogenannte qualifizierte Anleger richten. Um solche handelt es sich nach WpPG bei Finanzdienstleistungsunternehmen, Zentralbanken, Regierungen, internationalen Finanzinstitutionen sowie bei anderen juristischen Personen, die nach Beschäftigtenzahl, Bilanzsumme und Jahresumsatz als große Unternehmen anzusehen sind. Insbesondere sind auch institutionelle Investoren unter dem Begriff des qualifizierten Anlegers zu definieren. Kleine und mittlere Unternehmen und vor allem auch natürliche Personen gelten nur dann als qualifizierte Anleger, wenn sie in einem Staat des EWR ansässig sind und sich in einem von der BaFin geführten

Register als qualifizierte Anleger haben registrieren lassen. Selbstverständlich müssen dafür bestimmte Mindestanforderungen und Voraussetzungen von ihnen erfüllt worden sein.

### Reverse IPO

Bei einem Reverse IPO handelt es sich um die gesellschaftsrechtliche Zusammenführung eines börsennotierten und eines nicht börsennotierten Unternehmens. Diese alternative Form des Kapitalmarktzuganges wurde vor allem nach dem Einbruch des Neuen Marktes in den Jahren 2000 bis 2002 intensiv diskutiert. Denn in der Folge des Neuen Marktes ließen sich nur wenige mit den Preisvorstellungen der Emittenten zu vereinbarende Emissionen an der Börse platzieren. Gleichzeitig gab es aber das Bedürfnis einer Börsennotierung zum Zwecke weiterer Kapitalaufnahme oder aus sonstigen unternehmensspezifischen Gründen. Grundsätzlich lassen sich zwei Wege, einen Reverse IPO zu realisieren, unterscheiden:

1. Das gelistete Unternehmen führt eine Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechtes durch, bei der die Anteile des nicht gelisteten Unternehmens als Sacheinlage eingebracht werden.
2. Das gelistete und das nicht gelistete Unternehmen werden miteinander verschmolzen. Für die Verschmelzung gibt es wiederum drei Unterfälle:

- a) der Übernehmer wird auf die Zielgesellschaft verschmolzen
- b) die Zielgesellschaft wird auf den Übernehmer verschmolzen
- c) Übernehmer und Zielgesellschaft werden beide auf eine neu zu gründende Gesellschaft (NewCo) verschmolzen

Im Falle einer Verschmelzung auf die nicht börsennotierte Gesellschaft oder auf eine NewCo muss die Börsenzulassung für das fusionierte Unternehmen neu betrieben werden. In jedem Falle – auch im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung von mehr als 10% – ist ein Antrag auf Börsenzulassung und i. d. R. die Veröffentlichung eines Börsenzulassungsprospektes für die neu entstehenden Aktien erforderlich.

Grundvoraussetzung für die Realisierung eines Reverse IPOs ist entweder, dass bei der notierten Gesellschaft eine ausreichende Mehrheit der Aktionäre dem Vorhaben positiv gegenüber steht oder ein entsprechender Anteilserwerb vorgeschaltet wird, um eine solche zu schaffen, denn in der Regel können die notwendigen gesellschaftsrechtlichen Beschlüsse nur mit einer qualifizierten Mehrheit des auf der Hauptversammlung vertretenen stimmberechtigten Kapitals getroffen werden. Die Durchführung einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage kann zwar grundsätzlich auch aus einem dafür vorgesehenen genehmigten Kapital erfolgen, doch

reicht dieses häufig nicht aus. Auch eine Fusion bedarf entsprechender Beschlüsse der zuständigen Gremien (Haupt- oder Gesellschafterversammlung) der beteiligten Unternehmen. Essenziell für den Zusammenschluss ist in jedem Falle die Festlegung der Unternehmenswerte, die die Basis für die Anzahl der neu auszugebenden Aktien und damit für die neue Aktionärsstruktur nach Vollzug der Transaktion darstellt. Grundlage der Bewertung ist i. d. R. eine gegenseitige Due Diligence, in deren Verlauf insbesondere die Planungen der beteiligten Unternehmen auf ihre Plausibilität hin überprüft werden.

Zu prüfen bleibt außerdem, ob die neuen Mehrheitsverhältnisse bei dem gelisteten Unternehmen nach Durchführung der Transaktion zu Konsequenzen gemäß Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) führen. Soll ein (Pflicht-)Übernahmeangebot vermieden werden, sind alternative Transaktionsstrukturen zu prüfen.

Im Vergleich zu einem Reverse IPO ist ein sogenannter Mantelkauf, d. h., der Erwerb (der Mehrheit) der Anteile an einer börsennotierten Gesellschaft, die ihr operatives Geschäft eingestellt hat, ist lediglich ein erster Schritt zur Börsennotierung. Schließlich muss das eigene oder geplante operative Geschäft in den Mantel eingebracht und dieser außerdem ggf. mit dem erforderlichen Kapital ausgestattet werden.

**Special Purpose Acquisition Company (SPAC)****PRO**

- Flexiblerer Zugang zum Kapitalmarkt, unabhängig von temporären Marktbedingungen
- Grundsätzlich einige börsennotierte Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung verfügbar
- Sofortige Liquidität der Anteile
- Keine direkte Abhängigkeit von der Kursentwicklung der Peergroup
- Marktkapitalisierung des notierten Unternehmens steigt durch die erhöhte Anzahl umlaufender Aktien; erhöhte Attraktivität für Investoren

**CONTRA**

- Aufwendige Due-Diligence-Prüfungen notwendig
- Rechtliche Hürden bei bzw. nach der Akquisition
- Kein unmittelbarer Liquiditätszufluss
- Kurzfristige Kapitalerhöhung mangels ausreichendem Free Float notwendig, d. h. Abhängigkeit vom Kapitalmarkt
- Restrisiken aus der Zielgesellschaft; möglicher Imageschaden
- Scheinbar mangelnde Kapitalmarktfähigkeit bzw. Attraktivität des Übernehmers für Investoren

*Pro und Contra eines indirekten IPOs*

Bei einer Special Purpose Acquisition Company (SPAC) handelt es sich um ein in einer börsenfähigen Rechtsform gegründetes Unternehmen, das zunächst ohne ein operatives Geschäft zu betreiben im Wege eines IPOs Kapital bei Investoren einwirbt. Das im IPO erlöste Kapital wird zu ca. 95% treuhänderisch verwaltet und binnen zwei Jahren entweder zur Akquisition einer interessanten Zielgesellschaft verwendet oder an die Investoren zurückgezahlt. Die übrigen 5% der IPO-Erlöse dienen zur Deckung der entstehenden Kosten. Entscheidend ist, dass das Management Akquisitionserfahrung nachweisen kann und um die Glaubwürdigkeit für Investoren weiter zu erhöhen, selber mit Eigenkapital engagiert ist.

In den USA gibt es bereits eine ausgeprägte Zahl so strukturierter Unternehmen, auch in Europa sind die ersten Listings zu beobachten, während sich dieser Kapitalmarktzugang in Deutschland bislang noch nicht etabliert hat.