

Handbuch Unternehmensfinanzierung

Eilers / Gleske / Hüther / Knapp

2024

ISBN 978-3-406-80365-9

C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei
beck-shop.de

Die Online-Fachbuchhandlung beck-shop.de steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

beck-shop.de hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird beck-shop.de für sein umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

wobei den Altaktionären bei der einen Kapitalerhöhung ein Bezugsrecht auf die neuen Aktien eingeräumt wird, während es für die andere ausgeschlossen ist.

d) Due Diligence

Wesentlicher Bestandteil der Vorbereitung eines Börsengangs – wie auch jeder dem Börsengang nachfolgenden Kapitalerhöhung – ist die Due Diligence.⁴⁵⁰ Gemeint ist damit die eingehende Untersuchung des Unternehmens durch die Konsortialbanken im Hinblick auf mögliche Risiken. Neben dem Zweck, festzustellen, ob ein Unternehmen tatsächlich reif für einen Börsengang ist, dient eine Due Diligence insb. auch als Grundlage für die Erstellung des Prospekts sowie der Vermeidung, zumindest aber der Minderung von Prospekthaftungsrisiken. Die Due-Diligence-Prüfung umfasst eine **rechtliche Due Diligence**, die idR von den Anwälten der Gesellschaft und den Anwälten der Konsortialbanken durchgeführt wird, und eine **Business/Financial Due Diligence**. Bei der Financial Due Diligence werden vor allem die Jahresabschlüsse, Halbjahresfinanz- und etwaige Quartalsberichte auch mit Blick auf steuerrechtliche Fragen geprüft. Im Rahmen der Business Due Diligence werden der gesamtwirtschaftliche Rahmen des Unternehmens, die Wettbewerbssituation und die Geschäftstätigkeit und -planung des Unternehmens untersucht. Schwerpunkt der **Legal Due Diligence** sind die gesellschaftsrechtlichen Verhältnisse des Emittenten, insb. die Satzung, Geschäftsordnungen von Vorstand und Aufsichtsrat, Protokolle der Hauptversammlungen, der Vorstands- und Aufsichtsratsitzungen, Kapitalerhöhungsbeschlüsse, Handelsregistereintragungen und Unternehmensverträge. Geprüft werden außerdem wesentliche Vertragsverhältnisse, also zB Verträge der Gesellschaft, die ein bestimmtes Volumen (Kaufpreis, Lieferumfang etc.) überschreiten oder lange Laufzeiten haben oder sonst wesentliche Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten haben können, sowie die Verbindlichkeiten der Gesellschaft und Verträge mit Change of Control-Klauseln und Geschäfte mit nahestehenden Personen. Darüber hinaus gehören die Arbeitsverträge insb. mit für die Gesellschaft wesentlichen Arbeitnehmern sowie die Dienstverträge der Vorstandsmitglieder ebenso zum Prüfungsgegenstand wie die gewerblichen Schutzrechte und Urheberrechte sowie bestehende Lizenzverträge im Hinblick auf sich hieraus jeweils ergebende Risiken. Ferner sind auch anhängige oder drohende Rechtsstreitigkeiten und deren Erfolgsaussichten, sofern sie wesentliche Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage der Gesellschaft haben können, zu prüfen. Immer mehr in den Blick geraten schließlich Compliance-Themen (außenwirtschaftsrechtliche Vorschriften wie ua Sanktionen, Antikorruptionsvorschriften sowie solche des Umwelt- oder Datenschutzrechts). Die Durchführung der Due Diligence erfolgt sowohl mittels der Einsichtnahme in Unterlagen der Gesellschaft als auch mittels vertiefter Gespräche mit leitenden Mitarbeitern zum Zweck der Verifizierung und Plausibilisierung des aus der Durchsicht der Unterlagen gewonnenen Bildes.

Sowohl die Anwälte der Konsortialbanken als auch die des Emittenten erstatten nach Durchführung der Legal Due Diligence und Erstellung des Prospekts ein Rechtsgutachten, in dem sie den Konsortialbanken bestimmte von ihnen geprüfte rechtliche Umstände bestätigen (sog. **Legal Opinion**). Regelmäßig wird bestätigt, dass die Gesellschaft wirksam errichtet wurde und besteht, dass sie bei der Unterzeichnung des Übernahmevertrages ordnungsgemäß vertreten wurde und dieser somit wirksam ist, sowie dass die Kapitalerhöhung wirksam beschlossen und durchgeführt wurde. Weiterhin bestätigen die Anwälte, dass ihnen auch in den übrigen Beratungen und bei der Einsichtnahme in Unterlagen der Gesellschaft keine Umstände bekannt geworden sind, die Anlass zur Annahme geben würden, dass der Prospekt im Hinblick auf die für die Wertpapiere wesentlichen Angaben

⁴⁵⁰ Allgemein zur Due Diligence Holzapfel/Pöllath Unternehmenskauf in Recht und Praxis Rn. 699 ff. Zur Due Diligence bei Kapitalmarkttransaktionen vgl. Schanz Börseneinführung § 8 Rn. 1 ff. mwN; zur Offenlegung von speziellen steuerlichen Risiken im Prospekt vgl. Rödding/Bühning DStR 2010, 1761 (1763).

unrichtig oder unvollständig ist (sog. **Disclosure Opinion**). Durch diese Bestätigungen der Anwälte sowie die Bestätigung des Wirtschaftsprüfers, insb. des Abschlussprüfers, über im Prospekt abgedruckte Abschlüsse und Finanzzahlen (sog. **Comfort Letter**)⁴⁵¹ wollen sich Emittent und vor allem die Konsortialbanken gegen den Vorwurf absichern, dass sie eine etwaige Fehlerhaftigkeit des Prospekts grob fahrlässig verkannt haben. Auf diese Weise soll das Prospekthaftungsrisiko von Emittenten und Konsortialbanken reduziert werden.⁴⁵²

3. Privatplatzierung

168 Privatplatzierungen wenden sich im Gegensatz zum öffentlichen Angebot gerade nicht an den Kapitalmarkt in seiner Gesamtheit. Erwerber der privat platzierten Aktien sind nicht Privatanleger, sondern zumeist institutionelle Investoren, die gezielt individuell angesprochen werden, ohne dass hierfür die Medien eingeschaltet oder die Kapitalmärkte öffentlich angesprochen würden.⁴⁵³ Das bedeutet jedoch nicht, dass ein Börsengang im Wege einer Privatplatzierung begrifflich ausgeschlossen ist. Vielmehr lassen sich Privatplatzierungen mit einem reinen Börsenzulassungsverfahren kombinieren. Solange die Privatplatzierungen eine hinreichende Streuung gewährleisten,⁴⁵⁴ kann eine Börsenzulassung ohne öffentliches Angebot erwirkt werden. Zwar bedarf es dann immer noch eines (Börsenzulassungs-)Prospekts, jedoch erspart man sich die aufwändige Vermarktung mit Pre-Marketing und Roadshow (→ Rn. 179). Möglich ist eine Privatplatzierung darüber hinaus nach einem IPO zum Zwecke der Umplatzierung oder zur Durchführung einer Kapitalerhöhung.

a) Vorteile und Nachteile einer Privatplatzierung

- 169** Die Vorteile einer Privatplatzierung liegen sowohl in den strategischen Konsequenzen für das betroffene Unternehmen wie auch in dem geringeren Risiko sowie Zeit- und Kostenaufwand bei der Kapitalbeschaffung selbst. Bei einer Privatplatzierung besteht die Möglichkeit für das Unternehmen, eine homogene oder dem Management freundlich gesinnte Aktionärsstruktur zu erhalten. Gerade bei Unternehmen, die sich noch zum Teil in Familien- oder Staatsbesitz befinden, kann dies zur Wahrung des Einflusses der Altaktionäre erwünscht sein. Eine Privatplatzierung kann für junge Unternehmen ohne Marktbekanntheit und ohne marktgängige Equity-Story sinnvoller sein als der Versuch der Kapitalbeschaffung über ein IPO. Ein öffentliches Angebot verursacht höhere Kosten und mehr Zeitaufwand. Außerdem besteht bei einer Privatplatzierung gem. § 3 Abs. 1 WpPG keine Pflicht zur Prospekterstellung.⁴⁵⁵ Damit reduziert sich auch das Haftungsrisiko, da die gesetzliche Prospekthaftung mangels eines Wertpapierprospektes nicht eingreift.⁴⁵⁶
- 170** Die beschriebenen Vorteile einer Privatplatzierung sind jedoch gleichzeitig mit dem Nachteil des Fehlens eines publikumswirksamen IPO verbunden. Die Ansprache eines breiten Anlegerpublikums kann zu einem erheblichen Mehrerlös im Vergleich zum privat ausgehandelten Preis führen. Darüber hinaus benötigen unbekanntere Unternehmen oftmals gerade die Publizitätswirkung eines Börsengangs als Basis für künftige Kapitalmaßnahmen.

⁴⁵¹ Vgl. IDW Prüfungsstandard: Grundsätze für die Erteilung eines Comfort Letter (IDW PS 910) v. 4.3.2004, IDW Verlautbarungen Werkstand: IDW Life 6 / 2022; ausführlich zum Comfort Letter Meyer WM 2003, 1745; HMS KapMarktInfo-HdB/Kunold Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt § 34, sowie zu Unterschieden zum US-amerikanischen Standard AICPA WPg 2016/Döpfner 884 ff.

⁴⁵² Vgl. → Rn. 217 f.

⁴⁵³ Groß § 2 WpPG Rn. 22; zur Abgrenzung zwischen öffentlichem Angebot und Privatplatzierung vgl. → Rn. 208.

⁴⁵⁴ Siehe § 9 BörsZulV; zu den Anforderungen an den Free Float: DAX Equity Index Methodology Guide (Februar 2024) Ziff. 5.7; Schäfer/Hamann/Gebhardt Kapitalmarktgesetze Bd. 2 BörsZulV § 9 Rn. 3 ff. (mwN), der Streubesitz von 10 % für ausreichend hält (aaO Rn. 7); Groß BörsZulV § 9 Rn. 1 f.

⁴⁵⁵ Zur Kombination von Privatplatzierung und Listing (welche einen Prospekt erfordert) → Rn. 168.

⁴⁵⁶ Marsch-Barnier/Schäfer Börsennotierte AG-HdB/Meyer § 8 Rn. 180.

Auch nehmen die Investoren bei Privatplatzierungen idR Preisabschläge vor, um auf diese Weise einen Ausgleich für das erhöhte Risiko zu erhalten, welches sie durch den Erwerb von Wertpapieren eingehen, die nicht an einer Börse gehandelt werden und mithin nicht ohne Weiteres jederzeit zu einem angemessenen Preis weiterveräußert werden können.⁴⁵⁷ Schließlich sind privat platzierte Aktien, die nicht an einer Börse gehandelt werden, auch nicht in gleicher Weise wie börsennotierte Aktien als sog. Akquisitionswährung im Rahmen von M&A-Transaktionen einsetzbar.

b) Erscheinungsformen

Vor allem zwei Arten von Privatplatzierungen sind bei der Beschaffung von Eigenkapital börsennotierter Gesellschaften gebräuchlich: der Block Trade und das Accelerated Bookbuilding. 171

Bei einem **Block Trade** werden außerbörslich Pakete der zur Platzierung übernommenen Aktien von der damit beauftragten Bank oder Bankengruppe an von dieser gezielt angesprochene Investoren verkauft. Beim **Accelerated Bookbuilding** im Rahmen einer Privatplatzierung werden von den Banken gezielt angesprochene Investoren aufgefordert, innerhalb einer Frist von wenigen Stunden ein Kaufangebot zu einem Preis innerhalb einer vorher festgesetzten Spanne abzugeben. Nach dem Ende der Frist wird anhand der Angebote ein einheitlicher Platzierungspreis festgelegt und die Aktien werden zu diesem zugeteilt. In beiden Erscheinungsformen gibt es oftmals einen sog. „Backstop Price“, den die Bank bzw. die Bankengruppe garantieren. Soweit der endgültige Platzierungspreis diesen Backstop Price überschreitet, wird die sog. „Upside“ üblicherweise mit der Verkäuferin auf Grundlage eines zuvor vereinbarten Schlüssels aufgeteilt; bei einem Unterschreiten tragen die Bank(en) das Risiko.

Sowohl von der Platzierungstechnik des Block Trades als auch von der des Accelerated Bookbuildings wird häufig in Bezug auf bereits börsennotierte Aktien Gebrauch gemacht. Beide Verfahren lassen sich sowohl für eine Umplatzierung als auch zur Platzierung von Aktien aus Kapitalerhöhungen (vor allem auf Grundlage von § 186 Abs. 3 S. 4 AktG) nutzen.

c) Durchführung

Eine Privatplatzierung ist im Gegensatz zum öffentlichen Angebot mit weniger Zeitaufwand verbunden. Zu Anfang steht auch hier die grundsätzliche Entscheidung, die Aktien der Gesellschaft zu platzieren. Stammen die Aktien aus einer Kapitalerhöhung, so ist wie bei einem öffentlichen Angebot ein Vorstandsbeschluss und die Zustimmung der Hauptversammlung bzw. die Nutzung eines genehmigten Kapitals nötig. Im Regelfall wird eine Investmentbank als Emissionsbank mit der Durchführung der Platzierung beauftragt. Hinsichtlich der aktienrechtlichen Anforderungen bei der Kapitalerhöhung gilt das bereits zum öffentlichen Angebot und insb. zum Bezugsrechtsausschluss Ausgeführte. Zur Beschleunigung des Verfahrens können die Gesellschaft (soweit eigene Aktien hierfür zur Verfügung stehen) oder Altaktionäre der Emissionsbank die zur Platzierung notwendigen Aktien zunächst im Wege der Aktienleihe zur Verfügung stellen. Dies macht die Platzierung unabhängig von der Dauer der Verfahren zur Eintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung in das Handelsregister (vgl. §§ 191, 203 AktG) und zur Börsenzulassung der neuen Aktien. Die Rückführung der geliehenen Aktien erfolgt dann aus den von der Emissionsbank gezeichneten Aktien nach Durchführung der Kapitalerhöhung. Auch bei einer Privatplatzierung wird eine Due Diligence durchgeführt, die aber weniger aufwändig und tiefgehend ist als im Falle eines öffentlichen Angebots, da ein Wertpapierprospekt nicht 172

⁴⁵⁷ Achleitner Handbuch Investment Banking, S. 490.

zu erstellen ist. Häufig wird sich die Emissionsbank mit einer sog. Business Due Diligence begnügen (vgl. → Rn. 166).

Für die Platzierung der Aktien bei institutionellen Investoren erstellt die Emissionsbank Vertriebsunterlagen. In diesen sog. Term Sheets sind die wesentlichen Daten der Platzierung und des Emittenten enthalten. Im Anschluss wird der Übernahmevertrag abgeschlossen. Er enthält die Zeichnungs- bzw. Übernahmeverpflichtung der Emissionsbank hinsichtlich der Aktien entweder auf sog. „Best Efforts“-Basis oder auf Grundlage des „Backstop-Preises“ und Regelungen über Gewährleistungen der Emissionsbank und deren Freistellung durch die Gesellschaft für bestimmte Schadensersatzansprüche im Zusammenhang mit der Platzierung.

d) Privatplatzierung von Aktien in den USA nach Rule 144A

- 173 Gerade bei der Beschaffung von Eigenkapital liegt es häufig im Interesse der Unternehmen, auch den besonders gut entwickelten Kapitalmarkt der USA zu nutzen. Ein öffentliches Angebot in den USA im Wege eines Dual Listing ist jedoch äußerst aufwendig. Die Registrierung von Aktien bei der US Securities and Exchange Commission (SEC) und die fortlaufende Erfüllung von Zulassungsfolgepflichten ist mit einem erheblichen Verwaltungs- und Kostenaufwand verbunden. Daher greifen Unternehmen zur Erweiterung des Investorenkreises regelmäßig auf Privatplatzierungen nach der 1990 von der SEC verabschiedeten Rule 144A zum Securities Act of 1933 der Vereinigten Staaten zurück,⁴⁵⁸ bei denen ausschließlich institutionelle Investoren (sog. **Qualified Institutional Buyers – QIBs**)⁴⁵⁹ angesprochen werden dürfen.

4. Die Rolle der Konsortialbanken

- 174 Die Rolle der Konsortialbanken beim Börsengang ist vielfältig und anspruchsvoll;⁴⁶⁰ sie sind der Vermittler zwischen dem Unternehmen und den potenziellen Investoren oder, anders ausgedrückt, dem Kapitalmarkt. Getragen wird diese Vermittlerrolle insb. von dem bzw. den Konsortialführern. Diese sind bei größeren Konsortien zugleich Führer des Orderbuchs (sog. „Bookrunner“). Wenn es mehrere Bookrunner gibt, ist es nicht unüblich, dass einer oder zwei als sog. „Global Coordinator“ noch einmal eine herausgehobene Rolle erhalten. Ihnen obliegt es in Wahrnehmung der Interessen der übrigen emissionsbegleitenden Banken, der „einfachen“ Konsortialpartner, den IPO in enger Zusammenarbeit mit dem emittierenden Unternehmen zu gestalten und durchzuführen. Die Tätigkeit des Konsortialführers beginnt in einer frühen Phase der Emissionsplanung und endet erst nach Abschluss der Aktienzuteilung mit der daran anschließenden Phase der Kursstabilisierung. War die Emission erfolgreich, so kann sich der Konsortialführer darüber hinaus ein Dauermandat in der Form der langfristigen Begleitung des Emittenten in kapitalmarktrelevanten Angelegenheiten versprechen. Die Rolle der einfachen Konsortialbank ist im Vergleich zu der des Konsortialführers wesentlich begrenzter: Ihre Einschaltung dient in erster Linie dazu, die Beziehungen zwischen der Emittentin und den betreffenden Banken zu stärken; zudem lässt sich das Übernahmerisiko aus dem Zwischenerwerb der Aktien und die Platzierungsverantwortung auf diese Weise auf mehrere Schultern verteilen; an der Planung des IPO sowie an sonstigen Durchführungsmaßnahmen sind die einfachen Konsortialbanken, die sog. Co-Manager, hingegen nicht beteiligt; soweit es mehrere Bookrunner gibt, einige von

⁴⁵⁸ Näher zu US-Privatplatzierungen nach Rule 144A vgl. Marsch-Barner/Schäfer Börsennotierte AG-HdB/Strauch § 11 Rn. 30 f.

⁴⁵⁹ Zu den QIBs zählen unabhängig von ihrer Rechtsform Investoren mit einem Portfolio von mind. 100 Mio. US-Dollar Rule 144A (a); SEC Release No. 33-6963 v. 22.10.1992, SEC Release No. 33-6862 v. 23.4.1990 und SEC Release Nos. 33-10824, 34-89699 v. 26.8.2020.

⁴⁶⁰ Allgemein zur Rolle der Emissionsbanken: HMS KapMarktInfo-HdB/Schäcker/Wohlgefahr/Johannson Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt § 2; KMFS Bank-/KapMarktR/Meyer Aktienemissionsgeschäft 15.402 ff.

diesen jedoch als Global Coordinators besonders herausgehoben sind, liegt der Schwerpunkt der Verantwortung bei letzteren.

Folgende Komponenten der Tätigkeit der Konsortialbanken und insb. des Konsortialführers bzw. der Konsortialführer seien hervorgehoben: 175

- Erstellung des Emissionskonzepts,
- Due Diligence,
- Beteiligung an der Prospekterstellung,
- Vertrieb, Übernahme und Zuteilung der zu platzierenden Aktien,
- Begleitung des Börsenzulassungsverfahrens,
- Kursstabilisierung.

a) Erstellung des Emissionskonzepts

Zuerst muss sich der Emittent entscheiden, welche der Banken, die im Rahmen eines Auswahlverfahrens, dem sog. Beauty Contest, ihre Angebote abgegeben haben, er mit der Funktion des Konsortialführers beauftragen will. Bei größeren Platzierungen werden auch mehrere Konsortialführer ausgewählt. Danach wird er mit dieser Bank daran gehen, ein Emissionskonzept zu erarbeiten. Dies gestaltet sich umso zeitaufwändiger, je weniger Vorbereitungsmaßnahmen der Emittent im Vorfeld getroffen hat. Der Schwerpunkt dieses dialogischen Prozesses liegt darauf, den Umfang der Platzierung zu bestimmen und sich für das geeignete Börsensegment zu entscheiden. All dies sind Aufgaben, zu denen der Emittent zwar selbst einen Beitrag leisten kann und auch muss, deren Bewältigung aber Kapitalmarktexpertise voraussetzt und die damit schwerpunktmäßig von der Konsortialbank zu leisten sind. Dies gilt im Übrigen auch dann, wenn sich der Emittent eines eigenen, nicht zum Kreise der Konsortialbanken gehörenden Emissionsberaters bedient.⁴⁶¹ 176

b) Due Diligence

Wie dargelegt werden sich die Konsortialbanken auch im eigenen Interesse Gewissheit darüber verschaffen, dass das Unternehmen „gesund“ ist und die Platzierung seiner Aktien mithin weder unter rechtlichen noch unter wirtschaftlichen Aspekten ein unvertretbares Risiko darstellt. Die Herstellung dieser Gewissheit erfolgt mittels der Due Diligence (vgl. eingehender → Rn. 166 f., → Rn. 237). Fördert die Due Diligence gravierende Problem- punkte zu Tage, so werden Emittent und Konsortialbanken sich darüber beraten, ob diese im Vorfeld der Emission gelöst werden können. Falls nicht, müssen Emittent und Banken entscheiden, ob die Emission unter Offenlegung der damit für die Investoren verbundenen Risiken gleichwohl durchgeführt werden kann oder ob dadurch wiederum Reputations- oder Haftungsrisiken entstehen könnten, welche der Emittent oder die Banken nicht gewillt sind zu übernehmen. 177

c) Prospekterstellung

Zeichnet sich ab, dass die Due Diligence zufriedenstellend verlaufen wird, werden Emittent und konsortialführende Bank zumeist noch während der Due Diligence daran gehen, gemeinsam einen Wertpapierprospekt zu erstellen. Die Mitgestaltung des Prospekts ist eine besonders prominente Aufgabe der Führungsbank. Allerdings wird die eigentliche Arbeit des Prospektschreibens inzwischen aller Regel nach weithin von Anwälten übernommen (vgl. eingehender → Rn. 213 ff.). 178

⁴⁶¹ Siehe eingehend HMS KapMarktInfo-HdB/Schäcker/Wohlgefahr/Johannson Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt § 2 Rn. 23 ff.

d) Vertrieb, Übernahme und Zuteilung der Aktien

179 Befindet sich die Prospekterstellung in einem fortgeschrittenen Stadium, so werden die Konsortialbanken unter Führung und Steuerung des Konsortialführers daran gehen, die Platzierung der Aktien am Kapitalmarkt vorzubereiten. Dabei unterscheidet man das sog. Pre-Marketing und das (während der Angebotsfrist für 2–10 Tage ablaufende) Marketing. Die Zäsur zwischen beiden Phasen bildet die Billigung und Veröffentlichung des Prospekts.

Grundlage für beides ist die sog. **Equity-Story**, die vom Emittenten zusammen mit den mandatierten Investmentbanken entwickelt wird. Darin werden die Wettbewerbsposition, die künftigen Unternehmensziele und -strategien sowie die daraus resultierenden Ertrags-erwartungen (und ggf. auch die Verwendung des durch den Börsengang eingehenden Kapitals) dargelegt. Auf der Basis der Equity-Story und weiterer Auskünfte des Managements sowie ihrer Marktexpertise entwickeln die Analysten der Konsortialbanken Research-Studien über den Emittenten, in denen das Unternehmen und die künftigen Aktien bewertet werden.⁴⁶² Die Equity-Research-Analysten nehmen eine Schlüsselfunktion ein: Sie informieren die Verkaufsspezialisten der Emissionsbanken und die Finanzpresse.

Sobald die angesprochenen Vorarbeiten (Equity-Story, Research-Studie) abgeschlossen sind, der Antrag auf Prospektbilligung bei der BaFin gestellt ist und die Öffentlichkeit über eine Pressemitteilung der Emittentin (sog. ITF-Release; „Intention to Float“) über die Börsenpläne in Kenntnis gesetzt ist, beginnt die Phase des **Pre-Marketing**. Die Research-Studien werden verschickt und die Verkaufsspezialisten der Emissionsbanken und die Equity-Research-Analysten treffen sich nun mit ausgewählten institutionellen Schlüsselinvestoren, um in einer Vielzahl von Einzelgesprächen die Equity-Story zu erläutern und die ausgearbeitete Research-Studie zu diskutieren.⁴⁶³ Bei größeren Börsengängen finden in aller Regel bereits vor Beginn des formalen Pre-Marketing, dh vor Versand der Research-Studien, im Rahmen des sog. „Pilot Fishing“ erste Besprechungen mit Schlüssel-Investoren statt, um erste Reaktionen auf Equity-Story und Bewertungsparameter einzuholen.

180 Den Emissionsbanken geht es bei allen diesen Gesprächen darum, abschätzen zu können, wer, zu welchem Preis, in welchem Umfang, zu welchem Zeitpunkt und unter welchen Voraussetzungen bereit ist, als Aktionär in den IPO-Kandidaten zu investieren. Nach Abschluss der Zeichnungsfrist legen die Banken gemeinsam mit dem Emittenten den Zeichnungspreis fest und nehmen die Zuteilung der Aktien vor. Vielleicht mehr als jeder andere Teilakt des Börsengangs erfordern gerade diese Entscheidungen spezifische Kapitalmarktexpertise; sie bilden dementsprechend das Herzstück der Beratungs- sowie der Platzierungsfunktion der emissionsbegleitenden Banken (vgl. eingehender → R.n. 243 ff.).

181 Üblicherweise noch vor der Veröffentlichung des von der BaFin gebilligten Prospekts werden sich die Konsortialbanken mit dem Emittenten auf einen sog. **Übernahmevertrag** einigen, der die Rechte und Pflichten des Emittenten einerseits sowie der Konsortialbanken andererseits endgültig regelt. Gegenstand des Vertrages sind insb. die Verpflichtung der Banken, eine bestimmte Menge Aktien zu einem bestimmten Preis zum Zwecke der Weiterplatzierung an zeichnungswillige Investoren fest zu übernehmen, dh sie zum Zwecke des Weiterverkaufs selbst zu erwerben.

e) Börsenzulassungsverfahren⁴⁶⁴

182 Der Weg zum Kapitalmarkt kann nicht ohne Börsenzulassungsverfahren besritten werden. Auch hierfür übernimmt der Konsortialführer für die Konsortialbanken die Verantwortung und betreibt gemeinsam mit dem Emittenten das Zulassungsverfahren. Ungeach-

⁴⁶² Vgl. Achleitner Handbuch Investment Banking, S. 294 ff.; Weiser FB 2006, 385 f.

⁴⁶³ Vgl. Achleitner Handbuch Investment Banking, S. 298; Weiser FB 2006, 385 (386).

⁴⁶⁴ Vgl. eingehender → R.n. 220 ff.

tet der Tatsache, dass die Banken sich auch insofern in aller Regel anwaltlichen Rates bedienen, stehen sie doch auch bezüglich des Verfahrens der Börsenzulassung sowohl dem Emittenten als auch der BaFin gegenüber in der Verantwortung.

f) Kursstabilisierung

Sind die Platzierungsaktien an die Investoren verkauft und zum Börsenhandel zugelassen **183** worden, nähert sich die emissionsbegleitende Tätigkeit der konsortialführenden Bank ihrem Abschluss. Während einer Phase von üblicherweise 30 Tagen nach Aufnahme des Börsenhandels der Platzierungsaktien wird sie den Versuch unternehmen, Angebot und Nachfrage durch eigene Handelsaktivitäten noch ein wenig zu begleiten und zu steuern, bis sich die Marktkräfte gefunden und beruhigt haben. Bei einem starken Kursabfall wird der Konsortialführer selbst als Käufer auftreten und Aktien aus dem Markt nehmen. In welchem Umfang diese Aktivität in die wirtschaftliche Risikosphäre der Konsortialbanken fällt, ist der Regelung im Übernahmevertrag überlassen.⁴⁶⁵

g) Vertragliche Fixierung der Rolle der Banken

Wie bereits angesprochen, ist das zentrale Vertragsdokument eines IPO der Übernahmevertrag zwischen Emittenten und Konsortialbanken. **184** Ehe er geschlossen wird, werden sich Emittent und zukünftiger Konsortialführer allerdings in aller Regel in einer frühen Phase der Zusammenarbeit auf eine sog. Mandatsvereinbarung verständigen, die dazu dient, die Mandatierung des Konsortialführers festzuschreiben und ihn davor zu schützen, von den im Beauty Contest nicht erfolgreichen Wettbewerbern doch noch aus der Führungsrolle verdrängt zu werden. Die Führungsbank wird weiterhin Wert darauf legen, den Umfang der Pflichten der Banken sowie die Höhe der ihnen zustehenden Vergütung nicht erst im Übernahmevertrag, sondern bereits im Mandatierungsvertrag festzulegen. Aus der Sicht des Emittenten betrachtet bedeutet dies, dass bereits mit der Unterzeichnung der Mandatsvereinbarung die wesentlichen Weichen für seine Zusammenarbeit mit den Konsortialbanken gestellt werden. Umso mehr liegt es im Interesse des Emittenten, Themen, die für ihn von zentraler Bedeutung sind, bereits in dieser Phase zu regeln.

5. Preisbildung

a) Ausgangslage

Die Bestimmung des Emissionspreises ist eine der schwierigsten und zugleich wichtigsten **185** Aufgaben im Zuge eines Börsengangs. Dabei stehen sich unterschiedliche Interessen gegenüber, die es auszugleichen gilt. Für den Emittenten und ebenso für seine verkaufswilligen bisherigen Eigentümer, die Altaktionäre, ist ein besonders hoher Emissionspreis vorteilhaft. Die Anleger hingegen haben ein Interesse daran, möglichst niedrig einzusteigen. Der Emittent sollte allerdings aus Reputationsgründen (Chancen bei künftigen Platzierungen) auch darauf bedacht sein, einen Absturz des Aktienkurses im Sekundärmarkt (also nach erfolgter Börsennotierung) unter den Ausgabepreis zu vermeiden. In Bezug auf die emissionsbegleitenden Banken liegt der Schluss nahe, dass ihnen zur Reduzierung ihres Platzierungsrisikos an einem eher niedrigen Ausgabepreis gelegen sein muss. Allerdings setzen die Beteiligten hier insofern häufig einen gegenläufigen Anreiz, als sie idR Provisionen vereinbaren, die sich prozentual danach bemessen, wie hoch der Platzierungserlös ist. Außerdem stellt sich auch für die Banken das Problem eines drohenden Reputations-

⁴⁶⁵ Vgl. eingehender → Rn. 192 f.; ausführlich zur Kursstabilisierung Marsch-Barner/Schäfer Börsennotierte AG-HdB/Meyer § 8 Rn. 63 ff.; HMS KapMarktInfo-HdB/Singhof/Weber Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt § 3 Rn. 84 ff.

verlustes, wenn sie den Emittenten bei der Festlegung des Emissionspreises nicht optimal beraten.⁴⁶⁶

b) Festpreisverfahren

- 186** Das Festpreisverfahren ist das traditionelle Preisbestimmungsverfahren bei Aktienplatzierungen. Die Preisbildung beruht hier auf einer Unternehmensbewertung, in die nicht zuletzt die Marktkapitalisierung von börsennotierten Vergleichsunternehmen eingeht. Davon ausgehend einigen sich Emittent (ggf. gemeinsam mit den abgebenden Altaktionären) und konsortialführende Emissionsbank – vor Veröffentlichung des Wertpapierprospekts – unter Berücksichtigung der allgemeinen Marktlage auf einen festen Preis, zu dem die Aktien angeboten und veräußert werden sollen.⁴⁶⁷

Dieses Verfahren ist speziell in volatilen Märkten aufgrund des relativ langen Vorlaufs der Preisfestlegung vor der Platzierung mit erheblichen Unsicherheiten und Risiken verbunden. Diese Risiken führen regelmäßig zu einem Abschlag von dem im Wege der Bewertung ermittelten Preis, um das Platzierungsrisiko für die Banken zu begrenzen. Das Festpreisverfahren tendiert daher zu Preisfestlegungen unterhalb des an sich erzielbaren Platzierungspreises – eine Konstellation, an der dem Emittenten ohnehin nicht gelegen sein kann, die aber auch die emissionsbegleitenden Banken aufgrund ihrer Provisionsinteressen zu vermeiden suchen. Da das Festpreisverfahren in der Vergangenheit in vielen Fällen als ineffiziente Lösung betrachtet wurde, ist es in den letzten Jahren mehr und mehr in den Hintergrund geraten.⁴⁶⁸

c) Auktionsverfahren

- 187** Beim herkömmlichen Auktionsverfahren geben die potenziellen Investoren limitierte Kaufangebote (Preis und Menge) ab. Nach Ablauf der Angebotsfrist (Schluss der Auktion) erfolgt die Zuteilung beginnend mit dem höchsten Angebot in absteigender Reihenfolge, bis die Aktien vollständig platziert sind. Daneben kommt eine sog. holländische Auktion (Dutch Auction) in Betracht (zB Börsengang der Trius AG im März 2000). Bei diesem Verfahren beginnt der Auktionator die Auktion mit einem vorher vom Emittenten und Konsortialführer festgelegten Ausrufpreis und vermindert diesen solange von oben nach unten, bis das gesamte Emissionsvolumen platziert werden kann.⁴⁶⁹ Dieses Auktionsverfahren führt also anders als das eingangs genannte zu einem einheitlichen Ausgabepreis.

Die Vorteile der Auktionsverfahren, speziell der Dutch Auction, liegen in einer stärkeren Berücksichtigung der Marktkräfte. Dadurch liegt der Ausgabepreis tendenziell näher an der (Erst-)Börsenbewertung, wodurch dem Unternehmen ein höherer Emissionserlös zufließt.⁴⁷⁰ Allerdings ist das Verfahren auch mit erheblichen Nachteilen verbunden.⁴⁷¹ Die Aktien werden tendenziell zu einem sehr hohen Preis verkauft. Darüber hinaus ist der Teil des Marktes, der zu einem höheren als dem späteren Marktpreis gekauft hätte, bereits angegriffen. Daher besteht in besonderem Maße die Gefahr, dass die Aktien nach Börseneinführung (zumindest zunächst) deutlich an Wert verlieren werden. Denn nunmehr sind nur noch jene Marktteilnehmer kaufbereit, die den fairen Wert niedriger einstufen als den Emissionspreis. Außerdem besteht beim Auktionsverfahren die Gefahr, dass institutionelle

⁴⁶⁶ Vgl. Achleitner Handbuch Investment Banking, S. 568 f.; Marsch-Barnier/Schäfer Börsennotierte AG-HdB/Meyer § 8 Rn. 24 f.; vgl. zur Preisfindung und den verschiedenen Preismodellen ausführlich Schanz Börseneinführung § 10 Rn. 70 ff.

⁴⁶⁷ Marsch-Barnier/Schäfer Börsennotierte AG-HdB/Meyer § 8 Rn. 26.

⁴⁶⁸ Nach Änderung des § 186 Abs. 2 AktG durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz vom Juli 2002 ist auch bei Bezugsrechtsemissionen die im Bookbuilding-Verfahren übliche Vorgabe einer Preisspanne nicht mehr ausgeschlossen.

⁴⁶⁹ Achleitner Handbuch Investment Banking, S. 575 f.

⁴⁷⁰ Achleitner Handbuch Investment Banking, S. 575 f.

⁴⁷¹ Schlitt/Singhof/Schäfer BKR 2005, 251 (261).