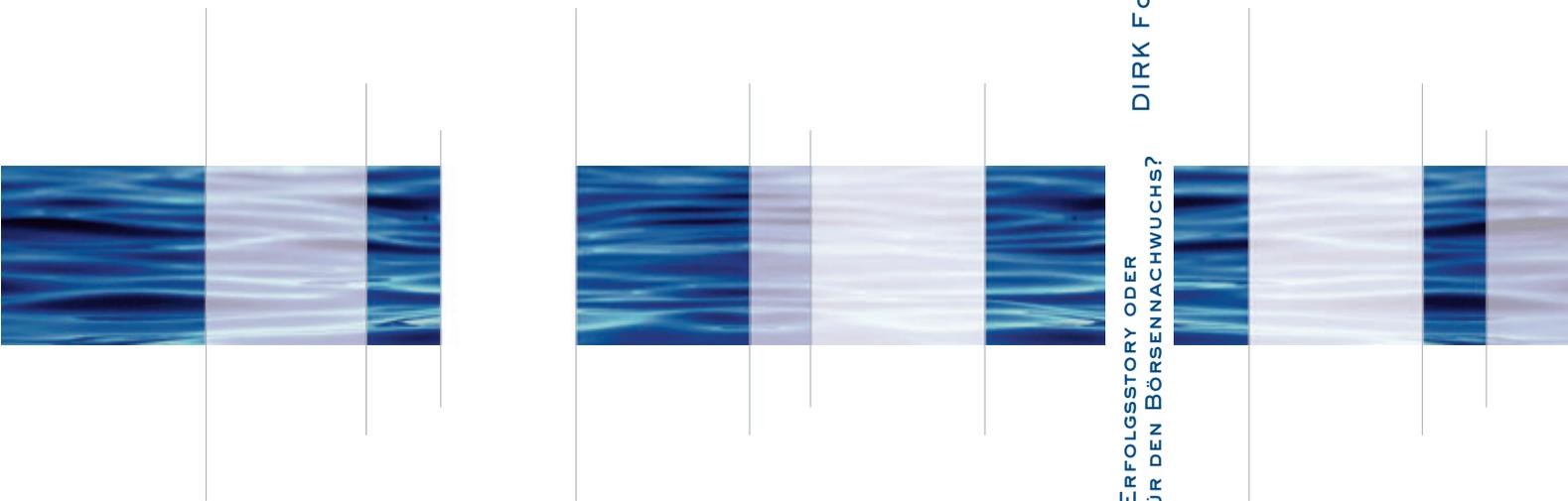


DIRK

Deutscher
Investor Relations
Verband e.V.



Die restriktive Kreditpolitik vieler Banken während der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise und die damit verbundenen Liquiditätsengpässe lenken den Blick zahlreicher Unternehmen auf den Kapitalmarkt. Eigenkapital durch einen Börsengang bedeutet Handlungsfreiheit, Unabhängigkeit und erhöht die unternehmerische Flexibilität. Im Oktober 2005 hat die Deutsche Börse als Ergänzung zu Prime und General Standard den Entry Standard als Einstiegssegment mit geringen formalen Pflichten für junge und mittelständische Unternehmen eingeführt.

Christoph Tesch gibt in der vorliegenden Arbeit – die als Band 15 der DIRK Forschungsreihe des Deutschen Investor Relations Verbandes erscheint – eine theoretische Einführung in die Besonderheiten des Going Public und zeigt auf, welche fundamentalen Einflussfaktoren sich auf den Kurs auswirken. Hierfür vergleicht der Autor die Entwicklung von Unternehmen in den Börsensegmenten Entry und Prime Standard während und nach dem Börsengang der Jahre 2005 und 2006. Im Mittelpunkt steht in diesem Zusammenhang die Frage, wie sich die Unternehmen des Entry Standard in Punkto Rendite und Risiko zum Prime Standard verhalten.



9 783937 459783

ISBN 978-3-937459-78-3

15

DIRK FORSCHUNGSREIHE

DER ENTRY STANDARD – ERFOLGSSTORY ODER
ABENTEUERSPIELPLATZ FÜR DEN BÖRSENNACHWUCHS?

TESCH

GoingPublicMedia
AKTIENGESELLSCHAFT

IM DIALOG MIT DEN KAPITALMÄRKTEN

DIRK

Deutscher
Investor Relations
Verband e.V.

CHRISTOPH TESCH

Der Entry Standard

Erfolgsstory oder Abenteuerspielplatz
für den Börsennachwuchs?

DIRK FORSCHUNGSREIHE, BAND 15

GoingPublicMedia
AKTIENGESELLSCHAFT

CHRISTOPH TESCH

**Der Entry Standard
Erfolgsstory oder Abenteuerspielplatz
für den Börsennachwuchs?**

DIRK

Deutscher
Investor Relations
Verband e.V.

CHRISTOPH TESCH

**Der Entry Standard
Erfolgsstory oder Abenteuerspielplatz
für den Börsennachws?**

DIRK FORSCHUNGSREIHE: BAND 15

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Christoph Tesch: Der Entry Standard – Erfolgsstory oder Abenteuerplatz für den Börsennachwuchs?
 Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.,
 Band 15
 Verlag: GoingPublic Media AG, München, 2010
 ISBN 978-3-937459-78-3
 Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
 der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
 sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

© 2010, DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.,
 Baumwall 7, 20459 Hamburg,
 Tel. 040-4136396-0, Fax 040-4136396-9, www.dirk.org

Verlag: GoingPublic Media AG, Hofmannstr. 7a, 81379 München,
 Tel. 089-2000 339-0, Fax 089-2000 339-39, www.goingpublic.de

Satz: Text & Design, Suhl
 Lektorat: Magdalena Lammel
 Druck: Johann Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

Alle Rechte, einschließlich der Übersetzung in Fremdsprachen, vorbehalten. Kein Teil
 des Werkes darf in irgendeiner Form (Druck, Photokopie, Mikrofilm, CD, Tausch,
 Internet oder einem anderen Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages
 reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme verarbeitet, vervielfältigt
 oder verbreitet werden.

1. Auflage im Januar 2010

ISBN 978-3-937459-78-3

LINKS:

Der große GoingPublic-Bookshop

www.goingpublic.de/bookshop

DIRK – Deutscher Investor Relations Verband

www.dirk.org

Vorwort des Präsidenten des DIRK

Das Thema „Eigenkapitalausstattung von Unternehmen“ hat seit der Einführung von Basel II im Jahr 2003 deutlich an Brisanz gewonnen. Die restriktive Kreditpolitik, die viele Banken während der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise verfolgt haben, und der damit einhergehende Verlust von Fremdkapital als Finanzierungsform haben bei vielen Unternehmen zu akuten Liquiditätssengpässen geführt.

Die Suche nach Liquidität öffnet den Blick vieler Unternehmen für den Kapitalmarkt. Der Börsengang bietet eine gute Möglichkeit, Eigenkapital durch die Beteiligung von Investoren zu beschaffen. Eigenkapital bedeutet Handlungsfreiheit, Unabhängigkeit und erhöht die unternehmerische Flexibilität – vor allem in Krisenzeiten ein nicht zu unterschätzender Vorteil. Für den Anleger stellt der Börsengang eine interessante Investitionsmöglichkeit dar, mit dem er direkt am Unternehmenserfolg beteiligt wird.

Ob der Börsengang ein Erfolg wird, entscheiden zu großen Teilen die „harten“ Fakten. Fundamentaldaten geben nicht nur Aufschluss darüber, ob das Management den Markt in der Vergangenheit verstanden hat, sondern auch, ob das Unternehmen ein tragfähiges Geschäftsmodell besitzt.

Die vorliegende Arbeit gibt eine theoretische Einführung in die Besonderheiten des Going Public und zeigt auf, welche fundamentalen Einflussfaktoren sich in besonderer Weise auf den Kurs auswirken. Hierfür vergleicht der Autor die Entwicklung von Unternehmen in den Börsensegmenten Entry und Prime Standard während und nach dem Börsengang der Jahre 2005 und 2006. Im Mittelpunkt stand in diesem Zusammenhang die Frage, wie sich die Unternehmen des Entry Standard in Punkto Rendite und Risiko zum Prime Standard verhalten.

Mit dieser Zielrichtung sind die Ergebnisse nicht nur für Unternehmen interessant, die vor der Entscheidung stehen, den richtigen „Standard“ für den Börsengang zu wählen. In gleichem Maße sollten auch Investoren die Erkenntnisse in puncto Anlageentscheidung und Risikoabwägung in Betracht ziehen.

Ich wünsche allen Lesern eine interessante Lektüre und Nutzen für zukünftige Entscheidungen.

Hamburg, im Januar 2010

Bernhard Wolf

Präsident des Deutschen Investor Relations Verbandes

Inhaltsverzeichnis

Vorwort des Präsidenten des DIRK	5
Abkürzungsverzeichnis	9
Tabellenverzeichnis	10
Abbildungsverzeichnis	11
1 Einleitung	12
1.1 Einführung	12
1.2 Problemstellung	12
1.3 Zielsetzung	13
1.4 Vorgehensweise	13
Teil I	15
2 Der Börsengang – eine unternehmerische Grundsatzentscheidung	15
2.1 Alternative Unternehmensfinanzierung	15
2.2 Motive und Chancen des Börsengangs	16
2.3 Börsenreife und Börsenattraktivität	17
2.4 Kosten des Going Public	21
2.5 Phasen und Ablauf des Börsengangs	23
3 Die Neue Institutionsökonomik – Theoretischer Bezugsrahmen für Neuemissionen	25
3.1 Die Prinzipal-Agent-Theorie	25
3.1.1 Hidden Characteristics	26
3.1.2 Hidden Action	26
3.1.3 Hidden Information	27
3.1.4 Lösungsansätze des Prinzipal-Agent-Problems	27
3.2 Die Transaktionskostentheorie	29
3.2.1 Verhaltensannahmen von Individuen	30
3.2.2 Merkmale von Transaktionen	30
3.2.3 Transaktionskosten im Prozess des Börsengangs	32
4 Transparenzlevel an der Frankfurter Wertpapierbörse	33
4.1 Der Börsenplatz Frankfurt und seine Transparenzlevel	33
4.2 Der Entry Standard – Kapitalmarktzugang für kleine und mittelständische Unternehmen	34
4.2.1 Überblick	34
4.2.2 Zulassungspflichten	35
4.2.3 Konzeption und Positionierung	37
4.2.4 Fokus auf institutionelle Investoren	38

4.2.5 Indizes erhöhen die Visibilität und Liquidität	38
4.2.6 Zulassungsfolgepflichten im Entry Standard	39
4.3 General Standard: kostengünstige Börsennotierung im EU-regulierten Markt	40
4.3.1 Überblick	40
4.3.2 Zulassungsvoraussetzungen	41
4.3.3 Positionierung mit dem Fokus auf nationale Investoren	41
4.3.4 Liquidität und Visibilität	41
4.3.5 Zulassungsfolgepflichten	42
4.4 Prime Standard: Höchste Transparenzstandards	42
4.4.1 Überblick	42
4.4.2 Zulassungsvoraussetzungen	43
4.4.3 Positionierung: Fokus auf internationale Investoren	43
4.4.4 Liquidität und Visibilität	43
4.4.5 Zulassungsfolgepflichten	43
4.5 Zwischenfazit - Einführung des Entry Standard	44
5 Bewertung von Neuemissionen und die Preisfindung an der Börse	45
5.1 Preisfindung von Neuemissionen	45
5.2 Verfahren der Unternehmensbewertung im IPO-Prozess	46
5.2.1 Multiplikatorverfahren	46
5.2.2 Fundamentalanalyse mit dem Discounted-Cashflow-Verfahren	47
5.3 Finanzanalyse mittels Fundamentalkennzahlen	49
Teil II	51
6 Ausgangssituation Empirische Untersuchung	51
6.1 Zielsetzung	51
6.2 Auswahl der Stichprobe und Konzeption	51
6.3 Datenbasis und -aufbereitung	52
6.4 Angaben zur Emission	52
7 Analyse der Kursperformance im Zeitvergleich	55
7.1 Zielsetzung und Methodik der Analyse	55
7.2 Ergebnisse der Analyse der Kursperformance	55
7.2.1 Ergebnisse nach sechs Monaten	55
7.2.2 Ergebnisse nach zwölf Monaten	57
7.2.3 Ergebnisse nach 18 Monaten	58
7.2.4 Ergebnisse nach 24 Monaten	59
7.3 Zwischenfazit Analyse Kursperformance	61

8	Fundamentalkennzahlen der Börsengänge im Zeitvergleich	63
8.1	Untersuchungsziel und Untersuchungsdesign	63
8.2	Angaben zu den untersuchten Unternehmen	64
8.3	Ergebnisse der Untersuchung	64
8.3.1	Analyse zur Rentabilität	64
8.3.2	Analyse des Wachstums	66
8.3.3	Analyse der Kapitalstruktur	67
8.3.4	Analyse der Vermögensstruktur	68
8.3.5	Analyse des Verschuldungsgrads	69
8.4	Zusammenfassung der Ergebnisse	70
8.5	Zwischenfazit Fundamentalkennzahlen im Zeitvergleich	71
Teil III	73
9	Analyse der Korrelation zwischen Kennziffern und Kursrendite.....	73
9.1	Zielsetzung und Design	73
9.2	Hypothesen.....	74
9.3	Ergebnisse der Korrelationsanalyse.....	75
9.3.1	Korrelation der Rentabilität	75
9.3.2	Korrelation des Wachstums	76
9.3.3	Korrelation des Unternehmensalters.....	78
9.3.4	Korrelation der Umplatzierungsquote	79
9.3.5	Sonstige Korrelationen zur Kursrendite	80
10	Fazit	81
Literaturverzeichnis	85
Anhang	89
Über den Autor	101
DIRK-Profil	102
CIRO-Profil	104

Abkürzungsverzeichnis

AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen
BörsG	Börsengesetz
BörsZulV	Börsenzulassungsverordnung
Bzw.	Beziehungsweise
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cashflow (Methode)
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
EK	Eigenkapital
ES	Entry Standard
FK	Fremdkapital
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GK	Gesamtkapital
IR	Investor Relations
PS	Prime Standard
Sig.	Signifikanz
Sog.	Sogenannte
U.a.	Unter anderem
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WPP	Wertpapierprospekt
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapierübernahmegesetz

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Bedeutsame Faktoren zur wirtschaftlichen Börsenreife	19
Tabelle 2:	Kennzeichen eines typischen Entry-Standard-Unternehmens vor dem Börsengang.....	38
Tabelle 3:	Liste Unternehmen in der Untersuchung	52
Tabelle 4:	Intervalle – Kursperformance im Vergleich zum CDAX nach sechs Monaten.....	56
Tabelle 5:	Intervalle – Kursperformance im Vergleich zum CDAX nach zwölf Monaten	57
Tabelle 6:	Intervalle – Kursperformance im Vergleich zum CDAX nach 18 Monaten	59
Tabelle 7:	Intervalle – Kursperformance im Vergleich zum CDAX nach 24 Monaten	60
Tabelle 8:	Zusammenfassung Kursrendite, Standardabweichung und Performancevergleich	61
Tabelle 9:	Tabelle Fundamentale Angaben.....	64
Tabelle 10:	Entwicklung der Eigenkapitalrenditen im Zeitablauf	65
Tabelle 11:	Entwicklung der Umsatzrendite	65
Tabelle 12:	Entwicklung des Umsatzwachstums	66
Tabelle 13:	Entwicklung der Eigenkapitalquote.....	67
Tabelle 14:	Entwicklung der Anlageintensität	68
Tabelle 15:	Entwicklung des Entschuldungsgrads	69
Tabelle 16:	Zusammenfassung Entwicklung der Kennzahlen	70

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Kursentwicklung Entry Standard All Share Index, CDAX und Prime Standard All Share Index.....	13
Abbildung 2:	Motive für den Börsengang	16
Abbildung 3:	Das Organizational Failures Framework	31
Abbildung 4:	Übersicht Kapitalmarktzugang/Transparenzlevel	33
Abbildung 5:	Spektrum an Indizes für Entry-Standard-Unternehmen	39
Abbildung 6:	Formel für den Unternehmenswert im Multiplikatorverfahren.....	47
Abbildung 7:	Ermittlung des Shareholder Value	48
Abbildung 8:	Systematik für Kennzahlen der Unternehmensanalyse	50
Abbildung 9:	Kursentwicklung Vergleichsgruppen nach sechs Monaten	56
Abbildung 10:	Kursentwicklung Vergleichsgruppen nach zwölf Monaten	57
Abbildung 11:	Kursentwicklung Vergleichsgruppen nach 18 Monaten	58
Abbildung 12:	Verlauf CDAX Juli bis Dezember 2008.....	59
Abbildung 13:	Kursentwicklung Vergleichsgruppen nach 24 Monaten	60
Abbildung 14:	Entwicklung der Eigenkapitalrenditen (Grafisch).....	65
Abbildung 15:	Entwicklung der Umsatzrentabilität (Grafisch).....	66
Abbildung 16:	Entwicklung des Umsatzwachstums (Grafisch).....	67
Abbildung 17:	Entwicklung Eigenkapitalquote (Grafisch)	68
Abbildung 18:	Entwicklung Anlageintensität (Grafisch)	69
Abbildung 19:	Entwicklung des Entschuldungsgrads (Grafisch)	70
Abbildung 20:	Wirkungszusammenhänge Korrelationsanalyse.....	73
Abbildung 21:	Korrelation Eigenkapitalrendite zu Kursrendite sechs Monate (Over-all)	75
Abbildung 22:	Korrelation Eigenkapitalrendite zu Kursrendite sechs Monate (ES & PS)	76
Abbildung 23:	Korrelation Eigenkapitalwachstum und Bilanzsummenwachstum (Over-all)	77
Abbildung 24:	Korrelation Eigenkapitalwachstum und Kursrendite nach 18 Monaten (ES & PS).....	78
Abbildung 25:	Korrelation Alter mit Kursrendite nach 24 Monaten	79
Abbildung 26:	Korrelation Umplatzierungsquote mit Kurs nach sechs Monaten..	79

I Einleitung

1.1 Einführung

Im Oktober 2005 ging an der Frankfurter Wertpapierbörse ein neues Börsensegment an den Start, der Entry Standard. Seine Einführung wurde von mindestens ebenso viel Skepsis wie Hoffnung begleitet. Zu präsent waren die Erinnerungen an den Neuen Markt, für viele Beobachter Pate des neuen Segments.

„Schwach reguliert“ sollte er sein, der neue Entry Standard, gewissermaßen das Gegenstück zum „streng regulierten“ Prime Standard mit seinen hohen Transparenzanforderungen darstellen. Die Deutsche Börse bezeichnet ihn als „maßgeschneiderten Kapitalmarktzugang für Small- und MidCaps“, also junge und mittelständische Unternehmen. Das neue Segment wurde bei geringen formalen Anforderungen mit den Attributen „einfach, schnell und kostengünstig“ beworben.¹

Ende 2006 waren dort bereits 76 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von gut 5 Mrd. EUR gelistet, mehr als die Hälfte (47) im Rahmen eines öffentlichen Angebots.² Diese Entwicklung übertraf selbst das Wachstum des Neuen Marktes, der nach 21 Monaten erst 64 Unternehmen zählte. Damit besitzt Deutschland, nach Angaben der Deutschen Börse, den „größten alternativen Markt Kontinentaleuropas“.³

Es gab allerdings nicht nur positive Resonanz. Im selben Jahr betitelte DIE ZEIT in ihrem Artikel „Hoffnung statt Reife“ den Entry Standard als „den größten Abenteuerplatz für den Börsennachwuchs“.⁴ Es wurde beanstandet, dass es dem Anleger aufgrund mangelnder Informationspflichten der Unternehmen kaum möglich sei abzuschätzen, ob getätigte Prognosen mit fundierten Fakten unterlegt seien oder nicht; entsprechend groß sei die Volatilität der gehandelten Aktien. Die Spanne reiche von einer Kursverdoppelung bis zu 90% Verlust.⁵

Im Oktober 2008 feierte der Entry Standard seinen dritten Geburtstag. Dies eröffnet erstmalig die Möglichkeit, einen Blick auf die noch junge Börsenhistorie der Unternehmen zu werfen. Im Fokus stehen dabei die Entwicklung der Kursperformance und der Erfolg der Börsengänge.

1.2 Problemstellung

Betrachtet man die Kurshistorie des Entry Standard All Share Index, der einen Durchschnitt aller gelisteten Unternehmen in diesem Segment repräsentiert, wird offensichtlich, welche Entwicklung er im Vergleich zu seinem vermeintlichen Pendant, dem Prime Standard, genommen hat.



Abbildung 1: Kursentwicklung Entry Standard All Share Index, CDAX und Prime Standard All Share Index

Abbildung 1 verdeutlicht, dass der Entry Standard All Share Index in den ersten sechs Monaten seines Bestehens eine überdurchschnittliche Entwicklung erlebte. Seit diesem Höhepunkt hat die Kursperformance stark nachgegeben und weist seitdem, im Gegensatz zu den Vergleichsindizes, einen deutlichen Negativtrend auf.

Die Erkenntnis dieser Entwicklung bildet den Ausgangspunkt dieser Arbeit.

1.3 Zielsetzung

Das Anliegen dieser Arbeit besteht im theoretischen Teil darin, einen Überblick über die Börsensegmente der Frankfurter Wertpapierbörse, speziell den Entry Standard, zu geben. Die Zielsetzung im empirischen Teil dieser Arbeit ist es, den Einfluss eines Going Public⁶ auf die fundamentale Unternehmensentwicklung der Börsengänge 2005 und 2006 zu analysieren. Des Weiteren wird der Erfolg des Going Public der Unternehmen in den Börsensegmenten Entry und Prime Standard für die besagten Jahre gemessen sowie der Zusammenhang zwischen den Fundamentalkennzahlen und der Kursperformance untersucht.

1.4 Vorgehensweise

Zu Beginn wird dem Leser ein Einblick in das komplexe Gebilde eines Börsengangs, Chancen und Risiken sowie Kosten des Going Public gegeben. Der Fokus in Kapitel 2 liegt auf der Erläuterung der Börsenreife, welche zugleich Grundvoraussetzung und Erfolgsfaktor für einen aussichtsreichen Gang auf das Börsenparkett darstellt.⁷ In Kapitel 3 folgt eine Einführung in die Theorien der Neuen Institutionenökonomik. Ihre Ansätze liefern wichtige Beiträge zum Verständnis von Problemen, die bei Börsengängen erwachsen können. Im vierten Kapitel schließt sich eine Übersicht der verschiedenen Marktsegmente sowie Transparenzlevel⁸ der Frankfurter Wertpapierbörse an. Besonderes

1) Vgl. Deutsche Börse, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/entry_standard_broschuere_06.9.pdf, Download 25.10.2008

2) Vgl. Zeit Online, In: www.zeit.de/online/2006/50/Querdax, Download 24.09.2008.

3) Vgl. ebenda.

4) Vgl. ebenda.

5) Vgl. ebenda.

6) Die Begriffe Börsengang, Going Public und IPO (Initial Public Offering) werden in dieser Arbeit synonym verwendet.

7) Vgl. Bösl, K., 2004, S. 47.

8) Auch Börsensegmente genannt (Die Begriffe werden im Folgenden synonym verwendet).

Augenmerk liegt hier auf der Erläuterung des Entry Standards. Das fünfte Kapitel, die Bewertung von Neuemissionen, beschreibt die wichtigsten Bewertungsmethoden sowie deren Stärken und Schwächen.

Im zweiten Teil der Arbeit folgt eine Analyse der Börsengänge 2005 und 2006 im Entry Standard zu einer Vergleichsgruppe aus dem Prime Standard. Hierfür wird im ersten Teil der Untersuchung die Kursperformance der Untersuchungseinheiten gemessen. Anhand dieser sollen im Zeitablauf die Unterschiede zwischen den Börsensegmenten herausgestellt werden.

Darauf folgt ein tieferer Blick in die Unternehmen. Die Fundamentalkennzahlen, denen man kursbeeinflussende Eigenschaften zuspricht, werden hier näher beleuchtet.⁹ Besonders ihre Entwicklung vor, während und nach dem Börsengang wird ausführlich diskutiert.

In Teil drei der Arbeit folgt eine Auswertung der Korrelation zwischen den Kennzahlen und der Kursperformance. Es sollen Faktoren identifiziert werden, die einen besonders hohen Einfluss auf die Entwicklung der Kursperformance im Entry sowie im Prime Standard aufweisen.

9) Vgl. Börgmann, R., 2001, S. 153f.

Teil I

2 Der Börsengang – eine unternehmerische Grundsatzentscheidung

2.1 Alternative Unternehmensfinanzierung

Der Börsengang stellt für jedes Unternehmen ein herausragendes Ereignis in seiner Entwicklung dar, welches mit vielen Chancen, aber auch Risiken verbunden ist.¹⁰ Bevor die Entscheidung für oder gegen den Gang an die Börse gefällt wird, bedarf es sorgfältiger Abwägungen aller Finanzierungsalternativen. Der Unternehmer muss bedenken, dass er seine Unternehmensfinanzierung durch die Abgabe einer Vielzahl seiner Stimmrechte an teilweise anonyme Aktionäre „erkaufen“ muss.¹¹

Der Weg zur Hausbank oder Sparkasse mit dem Ziel der Kreditaufnahme stellt in Deutschland immer noch die beliebteste Finanzierungsquelle für langfristige Unternehmensfinanzierung dar.¹² Hierbei ist der Fremdkapitalgeber, also meistens die Bank, nicht direkt am Unternehmen und seinem Erfolg oder Misserfolg beteiligt, sondern nur dessen Gläubiger. Der Fremdkapitalgeber hat das Recht, seinen Anspruch auf Rückzahlung und ggf. Verzinsung des geliehenen Kapitals geltend zu machen.¹³

Unternehmen, die Anleihen emittieren, wie beispielsweise die Bertelsmann AG in Gütersloh, gehen einen Schritt weiter und nutzen den Kapitalmarkt, ohne selbst an der Börse notiert zu sein. Diese Finanzierungsquelle stellt den Unternehmen das Kapital ebenfalls in der Regel langfristig zur Verfügung. Auch hierbei werden die Gläubiger nicht direkt am Unternehmen beteiligt und können keine Einflussnahme ausüben. Sie tragen das Bonitätsrisiko bei Insolvenz des Emittenten. Dieses wird ihnen über die Risikoprämie vergütet. Neben der klassischen Fremdfinanzierung stellen mezzanine Finanzierungsinstrumente, wie Wandelschuldverschreibungen oder Genussscheine, eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital, eine geeignete Art der Unternehmensfinanzierung dar. Im Fall von Genussscheinen kann das Kapital durch die Tatsache, dass es im Rang nach den Fremdkapitalgebern steht, in speziellen Fällen als Eigenkapital angerechnet werden. Wandelschuldverschreibungen besitzen die Besonderheit, dass sie je nach Kursentwicklung des Unternehmens als Aktien, also Anteile am Unternehmen, oder als Kapital zurückgezahlt werden können.¹⁴ Möchte ein Unternehmen allerdings sein Wachstum durch die Aufstockung von Haftungskapital oder Wagniskapital finanzieren, allgemein auch Eigenkapital genannt, geht der konsequenteste Weg über die Vergrößerung der Basis der Miteigner. Hier stellt der Gang an die Börse im Rahmen eines erstmaligen öffentlichen Angebots die grundlegendste Änderung der Eigentümerstruktur dar. Konrad Bösl bezeichnet den Börsengang in seinem Buch „Praxis des Börsengangs“ als den Königsweg, da er für Unternehmen und Eigentümer eine elementare strategische Weichenstellung bedeutet.¹⁵

10) Vgl. Piwinger, 2005, S. 250.

11) Vgl. ebenda, S. 239.

12) Vgl. In: www.mueller-beratung.de/wirtschaftsberatung/fileadmin/pdf/Bankkredit.pdf, S. 1, Download 22.10.2008.

13) Vgl. Gabler Wirtschaftslexikon, 2000, 15. Auflage, Gabler Verlag, S. 1152.

14) Vgl. Reichering, P., 2005, S. 248f.

15) Vgl. Bösl, K., 2004, S. 11.

Fragen, die sich ein Unternehmen im Vorfeld des Börsengangs stellen sollte, sind unter anderem:¹⁶

- Warum ein Börsengang?
- Bin ich reif für die Börse?
- Wie sieht mein/e Börsenkonzept/-strategie aus?
- Welche Finanzkommunikation muss ich betreiben?
- Welche Bank wähle ich für den Börsengang?
- Ist meine IT¹⁷ in der Lage, einen Börsengang organisatorisch und rechnungslegungstechnisch zu unterstützen?
- Welchen Emissionspreis möchte ich erzielen und wie viele Aktien platzieren?
- Welche Emissionskosten kommen auf mich zu?

2.2 Motive und Chancen des Börsengangs

Die Praxis zeigt, dass es ideale Kandidaten für den Börsengang nicht gibt, vielmehr muss im Laufe des Lebenszyklus einer Unternehmung aktiv auf diesen Punkt hingearbeitet werden.¹⁸ Die Motive für einen Börsengang können dabei vielfältig sein. Laut einer Umfrage des Deutschen Aktieninstituts (DAI) ist Wachstumsfinanzierung mit 90% der häufigste Grund.¹⁹ Gerade junge Unternehmen benötigen in der Regel im Laufe der Expansionsphase erhebliches Kapital, um ihr Wachstum zu forcieren. Allerdings streben auch reife Unternehmen aus Gründen der Flexibilität an die Börse. Eine größere Eigenkapitalbasis ermöglicht es, unternehmerische Entscheidungen und Investitionen direkter umzusetzen.²⁰ Mehr Eigenkapital bringt auch noch weitere Vorteile mit sich. Beispielsweise stärkt es die Verhandlungsmacht bei Konditionsverhandlungen mit Banken – gerade nachdem das Schlagwort „Eigenkapitalausstattung“ in der aktuellen Finanzkrise zu einem der wesentlichen Themen wurde. Auch die Vorschriften nach Basel II zwingen die Banken schon seit längerem, ihre Konditionen der Bonität des Schuldners anzupassen. Damit ist ausreichend haftendes Eigenkapital zu einem elementar wichtigen Faktor geworden.²¹ Es trägt darüber hinaus zu mehr Kontinuität und Unabhängigkeit des Unternehmens bei. Gerade in wirtschaftlich schlechten Zeiten der Rezession kann dies von großer Bedeutung sein.

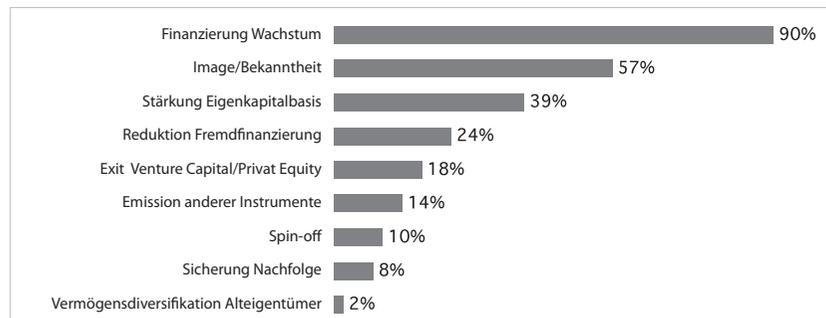


Abbildung 2: Motive für den Börsengang²²

16) In Anlehnung an die Tabelle von Bösl, 2004, S. 11f.
 17) Eng. Information Technology; Allg. Informations- und Datenverarbeitung.
 18) Vgl. Arlinghaus, O., 2001, S. 1.
 19) Vgl. DAI, In: www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_publikationen.htm, Download 24.10.08.

20) Vgl. Bösl, K., 2004, S. 24.
 21) Vgl. ebenda, S. 13.
 22) In Anlehnung an die Umfrage des DAI, Juli 2007.

Auch nicht-finanzielle Motive können Unternehmen auf das Börsenparkett locken. Die Erhöhung der Bekanntheit nimmt inzwischen laut Umfrage des DAI den zweiten Platz ein. Der Börsengang rückt die Unternehmung in das Licht der Öffentlichkeit. Dies kann sich sowohl positiv auf das operative Geschäft auswirken als auch hoch qualifizierte Arbeitnehmer anziehen. Das Unternehmen spielt mit einem Schlag in einer „höheren Liga“ und wirkt damit für Außenstehende deutlich attraktiver.²³ Dies setzt natürlich den Aufbau und die Pflege einer strategischen Unternehmenskommunikation in Verbindung mit einer guten Investor-Relations²⁴-Arbeit voraus, um Vertrauen und Glaubwürdigkeit bei Share- und Stakeholdern aufzubauen.²⁵ Für Private-Equity-Fonds, welche die Unternehmen meist nur eine gewisse Zeit lang begleiten, bietet das Going Public²⁶ eine interessante Möglichkeit für einen bequemen Exit.²⁷ Hierbei trennt sich der Fonds oder die Beteiligungsgesellschaft von ihrem Investment und vergrößert auf diesem Wege meist die Basis der Anteilseigner. Während diese Form des Ausstiegs im angelsächsischen Raum bereits länger akzeptiert ist, findet sie nun auch in Deutschland immer größere Verbreitung.

Gerade für mittelständische Unternehmen bietet der Börsengang eine elegante Lösung für die Problematik der Unternehmensnachfolge. Die Aktiengesellschaft schafft eine klare Trennung zwischen Eigentum und Management und gibt der Eigentümerfamilie so die Möglichkeit, weiterhin die Kapitalmehrheit und damit die Fäden in der Hand zu behalten.²⁸ Für immer mehr familiengeführte Betriebe bietet sich auf diese Weise eine interessante Alternative zum Verkauf oder Management Buy-out.²⁹

Nicht zuletzt ermöglicht es der Börsengang, Aktien als spätere Akquisitionswährung einzusetzen. Der wachsende Wettbewerb im M&A³⁰-Markt vergrößert den Druck auf die Unternehmen, Zukäufe zu finanzieren.³¹ Bartransaktionen scheitern häufig aufgrund mangelnder Liquidität. Daher wird einer Alternative, die vollkommen „cashneutral“ auskommt, natürlich besondere Bedeutung beigemessen. Google ging beispielsweise diesen Weg bei der Übernahme von YouTube.

Steigender Beliebtheit erfreut sich außerdem der Spin-off. Hierbei werden ganze Unternehmensteile ausgegliedert und an die Börse gebracht. Durch diese Transaktion erhöht sich der Shareholder Value³² des auszugliedernden Unternehmens.³³ Prominente Beispiele in der Vergangenheit waren Infineon (früher Siemens) oder Lanxess (früher Bayer).

2.3 Börsenreife und Börsenattraktivität

Die Börsenreife und Börsenattraktivität bestimmen die Höhe der Messlatte für Unternehmen, die an die Börse möchten. Kein Unternehmen, mag es die formalen Anforderungen noch so sehr erfüllen, wird sich an der Börse erfolgreich entwickeln, wenn die Marktteilnehmer, in der Fachsprache auch Financial Community, keine goldene Zukunft für die Firma sehen. Die Begriff Börsenreife ist stark verknüpft mit der Equity Story (dt. Wachstumsgeschichte). Sie beschreibt die Positionierung des Unternehmens

23) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 24.
 24) Investor Relations (IR) ist ein Synonym für die Finanzkommunikation einer Aktiengesellschaft mit Aktionären bzw. Investoren, Analysten und Finanzmedien.
 25) Vgl. Volk, G., 1998, S. 7.
 26) Englischer Begriff für den Gang an die Börse.
 27) Meint den Verkauf des Unternehmens, hier über die Börse.
 28) Vgl. Harrer, H., 2001, S. 5.

29) Beschreibt die Übernahme eines Unternehmens durch das in dem erworbenen Unternehmen tätige Management.
 30) Unter M&A (Mergers and Acquisitions) versteht man die Zusammenführung von Unternehmen auf dem Wege einer Fusion oder eines Unternehmenskaufs.
 31) Vgl. Arlinghaus, O., 2001, S. 222.
 32) Ist definiert als der Marktwert des Eigenkapitals.
 33) Vgl. Harrer, H., 2001, S. 5.

am Kapitalmarkt. Darunter fallen auch Strategie- und Finanzplanung für die nächsten drei bis fünf Jahre.³⁴ Unternehmen müssen sich bewusst machen, dass die Börse in diesem Punkt anders denkt. Hier zählt in erster Linie der Blick nach vorn – welche Perspektiven hat das Unternehmen in der Zukunft? Dies resultiert aus der Tatsache, dass den Akteuren an der Börse (vornehmlich Investoren) nur zukünftige Erträge zur Verfügung stehen und als Dividende ausgeschüttet werden können.³⁵

Die Schwierigkeit besteht nun gerade für junge Unternehmen darin herauszufinden, welche Anforderungen konkret an sie gestellt werden. Es existiert nämlich kein allgemein gültiger Kriterienkatalog. Vielmehr sind die Anforderungen beider Größen dem ständigen Wandel der Präferenzen verschiedener Marktteilnehmer (Anleger, Financial Community und Emissionsbanken) unterworfen.³⁶ Ein frühzeitiges Überprüfen der Börsenreife und -attraktivität ist also ratsam. Bedeutet es doch einen nicht unbeträchtlichen Imageschaden, wenn im laufenden Börsenvorbereitungsprozess, der meist schon öffentlich angekündigte Börsengang aufgrund mangelnder Reife verschoben werden muss.³⁷

Die Prüfung der Börsenreife umfasst im Allgemeinen fünf Aspekte:³⁸

- Formale Börsenreife
- Wirtschaftliche Börsenreife
- Innere Börsenreife
- Börsenreife des Managements
- Börsenattraktivität

Formale Börsenreife

Sie beschreibt die Einhaltung der gesetzlichen und privatrechtlichen Zulassungsvoraussetzungen sowie Folgepflichten. Dies sind allesamt objektiv nachprüfbar Kriterien. Ihre vollständige Erfüllung ist zwingend einzuhalten.³⁹ Allerdings stellt dies in der Regel für börsenwillige Unternehmen keine große Hürde dar.⁴⁰

Im Folgenden werden hier nur die wichtigsten Voraussetzungen eines Börsengangs näher beschrieben. Eine ausführliche Liste der rechtlichen Voraussetzungen ist im Anhang zu finden. Unabhängig davon, in welchem Marktsegment ein Kandidat zukünftig gelistet⁴¹ sein möchte, gilt für alle Börsenkandidaten in Deutschland, dass sie sich vor dem Going Public in eine der folgenden Rechtsformen umfirmieren: AG, KGaA oder GmbH & KGaA. Die beiden letzteren gelten in der Börsenlandschaft eher als Exoten und werden mit Blick auf ihre Unbekanntheit bei ausländischen Investoren äußerst selten gewählt. An Eigenkapital müssen die Firmen mindestens 50 TEUR⁴² vorweisen und darüber hinaus ein Jahr bestehen.⁴³ Außerdem muss das Unternehmen sicherstellen, dass sein Finanz- und Rechnungswesen auf die kommende Aufgabe in geeignetem Umfang vorbereitet ist. Je nach gewähltem Börsensegment müssen Informationen wie z.B. Geschäfts- oder Quartalsberichte innerhalb bestimmter Fristen bereitgestellt werden. Möchte ein Unternehmen den Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK)⁴⁴ einhalten,

34) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 130.

35) Vgl. Blättchen, W., 1999, S. 131.

36) Vgl. Harrer, H., 2001, S. 73.

37) Vgl. Bösl, K., 2004, S. 47.

38) Vgl. ebenda, S. 47.

39) Vgl. Harrer, H., 2001, S. 73.

40) Vgl. ebenda, S. 73.

41) Listing – Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel.

42) Ausnahmen sind z.B. Kreditinstitute oder

Finanzdienstleistungsunternehmen.

43) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 35.

44) Der Deutsche Corporate Governance Kodex (abgekürzt DCGK) ist ein erarbeitetes Regelwerk, das vor allem Vorschläge enthält, was gute und ethische Verhaltensweisen von Mitarbeitern und Führungen von Unternehmen und Organisationen, ausmacht.

verkürzen sich diese Veröffentlichungsfristen noch einmal.⁴⁵ Obgleich es sich noch um keine Börsenpflicht handelt und die Missachtung deshalb auch keine direkten Sanktionen zur Folge hat, sollte der DCGK nicht unterschätzt werden. Insbesondere ausländische Investoren machen ihre Anlageentscheidung häufig von der Umsetzung des DCGK abhängig und sind zusehends bereit, dafür eine höhere Prämie zu zahlen.⁴⁶ Die weitere Ausgestaltung der juristischen Person Aktiengesellschaft (AG) wird im Folgenden als bekannt vorausgesetzt.

Wirtschaftliche Börsenreife

Während die formale Börsenreife einen eher geringen Einfluss auf die erfolgreiche Entwicklung einer Neuemission hat, kann die wirtschaftliche Börsenreife hingegen den Ausschlag zwischen Erfolg und Misserfolg geben. Die Bewertung der wirtschaftlichen Börsenreife umfasst die historische und aktuelle wirtschaftliche Entwicklung eines Unternehmens unter Berücksichtigung seines Marktumfeldes.⁴⁷ Hierbei werden unter anderem zukunftsorientierte Aspekte in den Vordergrund gestellt. Wann ein Unternehmen als börsenreif gilt, ist immer im Einzelfall unter Berücksichtigung der Konkurrenz und der Marktlage zu entscheiden. Es lässt sich allerdings eine Reihe harter und weicher Faktoren benennen, mit deren Hilfe ein Vergleich möglich ist. Dies sind in erster Linie die Nachhaltigkeit und das Ausmaß des wirtschaftlichen Erfolgs. Laut einer Studie des Deutschen Aktieninstituts (DAI) treffen 72% der Privatanleger ihre Anlageentscheidung aufgrund wirtschaftlicher Kennziffern, bei den institutionellen Anlegern sind es sogar 93% der Befragten.⁴⁸

Die folgende Tabelle gibt eine Übersicht der bedeutsamsten Beurteilungsfaktoren:⁴⁹

Unternehmen	Umsatz (-wachstum), Umsatzrendite
	Wettbewerbsposition
	Rentabilität
	Track Record
	Cashflow
Branche	Gewinn(-wachstum)
	Nachhaltigkeit der Entwicklung
	Markteintritts-/austrittsbarrieren
	Wachstumspotenzial
Globales/Nationales Umfeld	Wettbewerbsstellung
	Wettbewerbsintensität
	Politische Situation
	Wirtschafts-/Geldpolitik
	Börsenklima

Tabelle 1: Bedeutsame Faktoren zur wirtschaftlichen Börsenreife

45) Vgl. Bösl, K., 2004, S. 48.

46) Vgl. Bösl, K., 2004, S. 48.

47) Vgl. Harrer, H., 2001, S. 73.

48) Studie des DAI, Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, 2005.

49) Darstellung angelehnt an: Deutsche Börse, 2006, S. 35.

Innere Börsenreife

Die innere Börsenreife ist ebenfalls eine wichtige Voraussetzung und wird hauptsächlich determiniert durch die operative und strategische Unternehmensplanung, transparente Unternehmens- & Organisationsstrukturen und die Unternehmensstrategie.⁵⁰ Ein funktionierendes Berichtswesen sollte eindeutig erkennen lassen, wie Produktions-, Beschaffungs-, Personal-, Absatz- und Finanzierungspläne aussehen. Da gerade stetige Planungssicherheit an den Börsen besonders honoriert wird, bietet sich eine Ist-/Plankostenrechnung an, die auch Bereiche wie Ergebnis-, Bilanz- und Investitionsplanung für das Gesamtunternehmen einschließt. Daher sollte das Unternehmen über ein funktionierendes, IT-gestütztes Informations- und Controllingssystem verfügen.⁵¹ Darüber hinaus sollte es dem Unternehmen möglich sein, seine Organisations- und Führungsstrukturen transparent und plausibel darzustellen. Dies ist ggf. vor dem Börsengang noch anzupassen. Letztendlich muss die Unternehmung ihre Wachstumsstrategie in Verbindung mit einer fundierten Unternehmensplanung (Businessplan) schlüssig darlegen können. Dies schafft das nötige Vertrauen bei den Anlegern und Investoren.⁵²

Börsenreife des Managements

Eine Analyse, ob das Management die erforderliche Befähigung für den Börsengang besitzt, ist außerordentlich schwierig. Mit dem Schritt ins Rampenlicht der Öffentlichkeit kommt nämlich eine Reihe zusätzlicher Aufgaben und Pflichten auf die Führungsmannschaft zu. Von Roadshows über Investorenkonferenzen bis hin zu Hauptversammlungen müssen Vorstände in der Lage sein, Rede und Antwort zu stehen. Dies verlangt nicht nur nach einer gut aufgestellten Führungsmannschaft, die alle notwendigen Bereiche des Unternehmens abdeckt, sondern auch, dass diese über die nötige persönliche und fachliche Kompetenz verfügt.⁵³ Die fachliche Kompetenz lässt sich noch relativ objektiv anhand von Kriterien wie Ausbildung und Qualifikation, Berufs- und Führungserfahrung, Referenzen, Branchenkenntnisse, Überzeugungskraft oder Ausdrucksstärke messen.⁵⁴ Die persönliche Kompetenz ist deutlich schwerer zu beurteilen. Fragen, ob das Management mit dem Kapital aus dem Börsengang verantwortlich umgeht, der Vorstand zu Übertreibungen oder Selbstüberschätzung neigt, können nur durch etwaige Anhaltspunkte wie z.B. soziale Kompetenz, persönliche Ziele oder Lebenssituation beantwortet werden.⁵⁵

Börsenattraktivität

Untrennbar verbunden mit der Börsenreife ist die Börsenattraktivität. Ohne das Zusammenspiel von beiden ist eine erfolgreiche Einführung der Aktie mit hohen Überzeichnungen kaum möglich. Mehrere Faktoren wirken auf die Börsenattraktivität ein. Dies ist zum Beispiel die Höhe der Umplatzierung der Altaktionäre. Ob Vorstand und/oder Gesellschafter viele ihrer Anteile über den Börsengang „versilbern“, wird sehr genau verfolgt. Auch wenn ihnen ein gewisser Teil zugestanden wird, sollte dieser nicht zu groß sein, um dem Verdacht des „Kassemachens“ zu entgehen.⁵⁶ Dies begründet sich in der bestehenden Informationsasymmetrie zwischen Eigner und Investor. Auf dieses

50) Vgl. In: www.investkredit.at/pubs/pdf_142.pdf, Download 23.10.2008.

51) Vgl. ebenda.

52) Vgl. Schwetje, G., 2004, S. 4.

53) Vgl. Bösl, K., 2004, S. 51.

54) Vgl. ebenda, S. 51.

55) Vgl. ebenda, S. 52.

56) Vgl. Harrer, H., 2001, S. 76.

Problem wird unter Punkt 3.1 noch vertieft eingegangen. In einer Studie bezüglich Investorenmeinungen zum Entry Standard äußerten sich 78,95% der Befragten negativ zum Thema Umplatzierung der Altaktionäre.⁵⁷

Ein weiterer wesentlicher Faktor für Börsenattraktivität ist die Liquidität der handelbaren Aktien. Ist die Zahl der ausgegebenen Aktien zu gering, wird der Börsengang besonders für institutionelle Anleger unattraktiv, weil diese meist aus Kosten- und Effizienzgründen eine gewisse Mindestanzahl in ihr Depot nehmen müssen. Erschwerend kommt hinzu, dass bei einer geringen Aktienanzahl nur geringer Handel stattfindet. Dies kann wiederum zu hoher Volatilität führen, was den Aktienverlauf unattraktiv erscheinen lässt.⁵⁸ Ein dritter Faktor erwächst aus dem Bereich der Behavioral Finance⁵⁹. Sollte ein Börsenkandidat kaum noch Wachstumsperspektiven aufzeigen können, weil er vielleicht schon eine Art monopolistische Stellung innehat, wird sich schwerlich eine Kursfantasie entwickeln, die den Kurs in der Hoffnung auf eine Erfolgsstory „beflügelt“. Diese Unternehmen werden trotz guter Rendite nicht positiv an der Börse aufgenommen.

2.4 Kosten des Going Public

Zieht man den komplexen Schritt eines Börsengangs in Betracht, muss man als Unternehmensführung beide Seiten der Medaille betrachten. Der Gewinnung von Eigenkapital stehen finanzielle Belastungen für das Listing gegenüber. Gerade die Kosten im Vorfeld sollten nicht unterschätzt werden. Da praktisch jedes Unternehmen auf die Hilfe von externen Beratern wie beispielsweise Banken, Wirtschaftsprüfern oder externen PR/IR-Agenturen angewiesen ist, machen diese Aufwendungen in der Regel 7%–9% des ganzen Emissionsvolumens aus.⁶⁰

Die Kosten des Börsengangs lassen sich in fünf Bereiche aufteilen:⁶¹

- Kosten für die Banken
- Kosten für die Börse
- Kommunikationskosten
- Beratungskosten und sonstige Kosten
- Folgekosten des Being Public⁶²

Die Vergütung für die Konsortialbanken stellt mit ca. 4%–6% den wohl größten Kostenblock dar.⁶³ Sie bemisst sich am Emissionsvolumen (Anzahl platzierter Aktien × Emissionskurs).⁶⁴ Die Provision ist allerdings abhängig von der Stärke der eigenen Verhandlungsposition, dem Geschick des Emissionsteams und der Attraktivität des Unternehmens.⁶⁵

Zusätzlich kommt die von den Banken geforderte Due Diligence hinzu. Sie kann zwischen 110 TEUR und 170 TEUR ausmachen.⁶⁶

Der geringste Teil entfällt auf die Börse selbst. Die Zulassungsgebühren schwanken je nach Börsenplatz und Segment. Die Frankfurter Wertpapierbörse verlangt im Open Market (Entry Standard), dem früheren Freiverkehr, ein jährliches Notierungsentgelt in

57) Vgl. Diegelmann, M., 2008, In: Going Public, Investorenmeinungen zum Entry Standard, S. 15.

58) Vgl. ebenda, S. 76.

59) Die Verhaltensökonomik (engl. Behavioral Finance) beschäftigt sich mit menschlichem Verhalten in wirtschaftlichen Situationen.

60) Vgl. Pwinger, M., 2005, S. 240.

61) Vgl. Darstellung angelehnt an Bösl, K., 2004, S. 179.

62) Damit bezeichnet man Unternehmen, die an der Börse gelistet sind und deshalb in der Öffentlichkeit stehen.

63) Vgl. Harrer, H., 2001, S. 20.

64) Vgl. Bösl, K., 2004, S. 179.

65) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 29.

66) Vgl. Bösl, K., 2004, S. 182.

Höhe von 5 TEUR. Dazu kommt ein Einbeziehungsentgelt von 750 EUR.⁶⁷ Im regulierten Markt (General und Prime Standard) ist die Notierungsaufnahme nur geringfügig teurer. Zu dem regelmäßigen Notierungsgeld in gleicher Höhe kommen Einmalgebühren in Höhe von 2,5 TEUR hinzu.⁶⁸ Damit zählt die Deutsche Börse zu einem der günstigsten Handelsplätze weltweit.

Darüber hinaus besteht die Börse im regulierten Markt (im Open Market ist dies freiwillig) auf die Erstellung eines Verkaufsprospektes. Dieser wird in der Regel von einem Rechtsanwalt in Zusammenarbeit mit der Konsortialbank erstellt. Die Kosten belaufen sich hier auf ca. 100 TEUR bis 150 TEUR.⁶⁹ Kosten für Druck und Übersetzung liegen noch einmal in ähnlicher Höhe.⁷⁰

Die Aufwendungen für die Kommunikation sind am schwersten zu greifen. Für eine erfolgreiche Börseneinführung empfiehlt es sich, auf das Know-how einer erfahrenen Kommunikationsagentur zurückzugreifen. Hierbei ist auf die Reputation und den Track Record⁷¹ zu achten. Darüber hinaus ist es wichtig, ob die Agentur bereits über Erfahrungen mit Börsengängen ähnlicher Größenordnungen verfügt. Kosten für Agency Fee, Pressearbeit, Unternehmensbroschüre, Internetauftritt oder Schaltung von Zeitungs- oder TV-Spots belaufen sich auf gut 1% des Emissionsvolumens.⁷² Dazu zählen auch Kosten für die Roadshow⁷³, die besonders durch die Reise- und Unterbringungskosten ein nicht unerhebliches Budget in Anspruch nehmen kann.

Während des komplexen Prozesses der Börseneinführung ergeben sich viele rechtliche Fragen, die ein laufendes Mandat für Rechtsanwälte und Wirtschaftsprüfer erforderlich machen. Nicht zu unterschätzen sind außerdem die Kosten für Rechtsformwechsel und Umstellung des internen Rechnungswesens, damit Jahres- und Quartalsberichte innerhalb geforderter Fristen erstellt werden können. Falls man sich dem Deutschen Corporate Governance Kodex unterwerfen möchte, muss das Unternehmen beachten, dass sich damit auch die Fristen nochmals verkürzen. Auch die personellen Mehrbelastungen, die in Form von Opportunitätskosten durch eine Börseneinführung anfallen, dürfen nicht außer Acht gelassen werden. Und nicht selten bedarf es personeller Verstärkung in der Vorstandsetage, um dem gesteigerten Informationsbedarf der Financial Community zu begegnen.

Vielfach unterschätzen Börsenneulinge die Folgekosten, das sog. „Being Public“. Denn mit Notierungsaufnahme geht die kontinuierliche Bereitstellung von aktienrechtlichen Informationen (Regel- oder Pflichtpublizität) für Investoren, Analysten oder Privatpersonen erst richtig los. Aus diesem Grund empfiehlt es sich je nach Unternehmensgröße eine Investor-Relations-Abteilung einzurichten oder Leistung von externen IR-Agenturen in Anspruch zu nehmen,⁷⁴ sei es in Bezug auf die anstehende Hauptversammlung, das Programmieren und Pflegen der IR-Website oder die Erstellung von aussagekräftigen Geschäfts- oder Quartalsberichten. Diese Kosten bewegen sich regelmäßig in einer Spanne zwischen 200 TEUR und 1 Mio. EUR pro Jahr.⁷⁵

67) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/entry_standard_broschuere_06.9.pdf, S. 8, Download 15.10.2008.

68) Vgl. Bösl, K., 2006, S. 182.

69) Vgl. Schmid, M., 2007, In: GoingPublic, Sonderbeilage Entry Standard, Ein Markt - Zwei Zugangsregularien, S. 24.

70) Vgl. ebenda, S. 182.

71) Darunter versteht man die Erfolgs- und Erfahrungsgeschichte eines Unternehmens.

72) Vgl. Bösl, K., 2006, S. 183.

73) Unternehmenspräsentation i.d.R. durch den Vorstand vor der Financial Community im Vorfeld des Börsengangs.

74) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 30.

75) Vgl. Pwinger, M., 2005, S. 240.

2.5 Phasen und Ablauf des Börsengangs

Der Börsengang ist ein sehr komplexes Gebilde. Punkt 2.4 hat erahnen lassen, wie viele Parteien an einem Strang ziehen müssen, um zu einem erfolgreichen Abschluss zu gelangen. Deshalb ist es sinnvoll, im Vorfeld einen detaillierten Businessplan mit einem Planungshorizont von drei bis fünf Jahren zu entwickeln, der als Führungsinstrument dienen kann.⁷⁶ Die Vorbereitungen brauchen in der Regel 12–24 Monate Vorlauf.⁷⁷ Diese Zeit lässt sich in drei Phasen aufteilen: Entscheidung, Vorbereitung und Durchführung.⁷⁸

Aufgrund der begrenzten Platzressourcen können hier nur die wichtigsten Aspekte beleuchtet werden.

Phase I: Entscheidung

Am Anfang steht die Entscheidung. Fragen nach Finanzierungsalternativen, wie eingangs beschrieben, sowie Kosten des IPO (Punkt 2.4) dominieren diese Phase ebenso wie die Auswahl eines geeigneten Projektteams oder Überlegungen zur zukünftigen Unternehmenskultur.⁷⁹

Phase II: Vorbereitung

Hier werden die Weichen bezüglich der Platzierungsstrategie, des Börsensegments (mehr dazu in Punkt 4) und der Umstellung auf internationale Rechnungslegungsstandards (IFRS) gestellt.⁸⁰ Viel Aufmerksamkeit sollte auch dem Fact Book⁸¹ mit einer aussagekräftigen Equity Story zukommen. Die Equity Story bildet das zentrale Element der gesamten Unternehmenskommunikation.⁸² Sie verbindet auf plausible Art das Businessmodell mit Strategie- und Marktbeschreibung und sollte alle Zielgruppen gleichermaßen ansprechen. Sie trägt elementar zur Börsenreife (Punkt 2.3) bei. Außerdem wird in dieser Phase der Beauty Contest angestoßen. Hierbei werden mit verschiedenen Banken Gespräche über eine Zusammenarbeit geführt. Es wird verhandelt, welche Bank den Börsenkandidaten später an die Börse begleiten wird.⁸³ Der Konsortialbank werden dabei wichtige Aufgaben zuteil, wie z.B. die Entwicklung des Emissionskonzeptes, die Erarbeitung eines Zeitplans, die Erstellung des Verkaufsprospektes und nicht zuletzt die Platzierung der Aktien.⁸⁴

Phase III: Durchführung

Die Durchführung markiert die „heiße“ Phase des Börsengangs. Sie beginnt mit der Due Diligence, die ebenfalls durch die konsortialführende Bank angestoßen wird. Hierbei beleuchten Bank und Wirtschaftsprüfer das Geschäftsmodell und die Planungen des Unternehmens und überprüfen sie auf Plausibilität, Glaubwürdigkeit und Machbarkeit.⁸⁵ Dies dient der fairen Bewertung und vermag aus theoretischer Sicht die Informationsasymmetrien zwischen Unternehmen und Investor abzubauen.⁸⁶

76) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 31.

77) Vgl. Pwinger, M., 2005, S. 239.

78) Vgl. ebenda, S. 239.

79) Vgl. ebenda, S. 239.

80) Vgl. ebenda, S. 239.

81) Englischer Begriff für eine detaillierte Zusammenstellung der Unternehmensdaten und -geschichte in Präsentationsform.

82) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 32.

83) Vgl. Pwinger, M., 2005, S. 239.

84) Vgl. Arlinghaus, O., 2001, S. 23f.

85) Vgl. Bösl, 2004, S. 29.

86) Vgl. In: <http://www.uni-muenster.de/Rektorat/Forschungsberichte-2003-2004/fo04ra23.htm>, Download 01.11.08.

Bei positiver Prüfung wird auf dieser Grundlage der Verkaufsprospekt erstellt. Gleichzeitig laufen die verschiedenen IPO-Pre-Marketing-Kampagnen an. Bei der sog. Investor Education werden gezielt institutionelle Investoren angesprochen, um auf der Grundlage des Verkaufsprospekts eine erste Einschätzung des Börsenwertes zu erhalten.⁸⁷ Ihren Höhepunkt erfährt die Durchführungsphase mit dem Bookbuilding-Verfahren. In dessen Rahmen wird der Emissionspreis gefunden, und daran schließt sich die erste Kursnotiz auf dem Börsenparkett an.⁸⁸

In allen drei Phasen gilt es zudem das Marktumfeld zu sondieren. Dieser Punkt kann den Erfolg des Börsengangs maßgeblich beeinflussen. Ist es in „guten“ Börsenzeiten möglich, durch die allgemeine Euphorie selbst Unternehmen mit negativen Renditen erfolgreich am Markt zu platzieren, wendet sich dies in „schlechten Zeiten“ schnell ins Gegenteil. Dies kann bis zum völligen Verschließen des IPO-Marktes führen, wie es beispielsweise 2003 oder ab Mitte 2008 durch die anhaltende Finanzkrise der Fall war.

3 Die Neue Institutionsökonomik – Theoretischer Bezugsrahmen für Neuemissionen

„Zur Neuen Institutionenökonomik kann die gesamte moderne Institutionenökonomik gerechnet werden. Aber gewöhnlich versteht man darunter nur einen Teil, und zwar in erster Linie die Transaktionskostenökonomik [...], aber auch die Property-Rights-Analyse und Teile der Prinzipal-Agent-Theorie.“⁸⁹

Die beiden ersten Bereiche werden dem Neo-Institutionalismus zugeordnet. Die Prinzipal-Agent-Theorie, die sich parallel zu den beiden genannten Richtungen des 20. Jahrhunderts entwickelte, zeigt viele Schnittstellen, weshalb eine Trennung nicht immer eindeutig ist.⁹⁰ Im Folgenden wird nur auf die Prinzipal-Agent-Theorie und die Transaktionsökonomik eingegangen, da diese den höchsten Erklärungswert für die vorliegende Arbeit aufweisen. Sie stecken den theoretischen Bezugsrahmen für die Herausforderungen und Probleme des Börsengangs ab und zeigen die Unterschiede der zu untersuchenden Börsensegmente auf.

3.1 Die Prinzipal-Agent-Theorie

Eine wesentliche Prämisse der Prinzipal-Agent-Theorie ist die Erkenntnis, dass Menschen sich durch ihre Handlungen gegenseitig beeinflussen.⁹¹ Der Auftraggeber (Prinzipal) beauftragt einen Auftragnehmer (Agent), eine bestimmte Dienstleistung zu erbringen, herzustellen oder zu verändern, und überträgt ihm hierfür seine Eigentumsrechte.⁹² Beispielsweise überträgt der Aktionär dem Vorstand die Verfügungsgewalt über seine Aktiengesellschaft.⁹³ Der Agent bekommt im Gegenzug eine Aufwandsentschädigung. Dies ist im Grunde eine Vergütung für sein zur Verfügung gestelltes Wissen oder die erbrachte Arbeitskraft. Dabei kann man die Unterscheidung zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer häufig nur situationsabhängig treffen. Der gerade genannte Vorstand kann Agent für die Aktionäre und gleichzeitig Prinzipal für die Mitarbeiter sein, z.B. wenn es um die Umsetzung seiner Anweisungen geht.⁹⁴ Die Prinzipal-Agent-Theorie geht davon aus, dass sich Agenten opportunistisch verhalten, d.h. sie verfolgen andere Ziele als die ihres Auftraggebers.⁹⁵ Diese Aussage gründet auf der Feststellung, dass es dem Prinzipal praktisch unmöglich ist, jederzeit die Handlungen des Agenten kontrollieren, messen und damit vollständig einschätzen zu können. In der Fachsprache wird diese Tatsache Informationsasymmetrie genannt.⁹⁶ Sie kann besonders nach Vertragsabschluss Interessenkonflikte hervorrufen. Begründet sind diese außerdem in der Tatsache, dass der Agent einen Informationsvorsprung besitzt und deshalb seine eigenen Ziele verfolgen kann. Aus diesen Gründen wird dem Agenten ein opportunistisches Verhalten unterstellt.⁹⁷ Diese Verhaltensannahme stellt das Grundproblem der modernen Corporate Governance dar.⁹⁸ Folgende Punkte führen laut Göbel zu Problemen zwischen den Vertragspartnern:⁹⁹

89) Richter, 1996, S. 323f.

90) Vgl. Kurth, A., 2005, S.144.

91) Vgl. Göbel, E., 2002, S. 98.

92) Vgl. Göbel, E., 2002, S. 99.

93) Vgl. Griewel, E., 2006, S. 36.

94) Vgl. Pierbattisti, S., 2007, S. 35.

95) Vgl. Göbel, E., 2002, S. 62.

96) Vgl. Griewel, E., 2006, S. 36.

97) Vgl. Kurth, A., 2005, S. 147f.

98) Vgl. Griewel, E., 2006, S. 36.

99) Vgl. Göbel, E., 2002, S. 100.

- Der Agent kann durch seine Handlungen und Entscheidungen auf das Wohl des Prinzipals einwirken.
- Prinzipal und Agent verhalten sich als rationale Nutzenmaximierer (*Homo oeconomicus*).
- Prinzipal und Agent haben verschiedene Nutzensvorstellungen durch ihre verschiedenen Verfügungsrechtspositionen. Beispielsweise kann der Arbeitnehmer (Agent) nicht über die hergestellten Produkte verfügen und diese nicht gewinnbringend verkaufen. Daher hat er weniger Antrieb und minimiert seine Anstrengungen (Arbeitsleid-Hypothese).
- Zwischen Agent und Prinzipal herrscht Informationsasymmetrie. Der Agent kann dadurch eigene Ziele verfolgen. Der Prinzipal kann zwar den Output überblicken, aber nicht alle Faktoren, die zu seiner Entstehung geführt haben (z.B. externe Faktoren).

Die entstehenden Probleme werden oft in die folgenden Grundtypen unterteilt:¹⁰⁰

- Hidden Characteristics
- Hidden Information
- Hidden Action

3.1.1 Hidden Characteristics

Jede Anbahnung eines Dienstleistungsvertrages ist gekennzeichnet durch die Tatsache, dass der Auftraggeber (Prinzipal) im Vorfeld möglichst viel über die Eigenschaften des vermeintlichen Vertragspartners (Agent) wissen möchte.¹⁰¹ Da aber ex ante schwer zu beurteilen ist, ob der Agent wirklich die versprochenen Eigenschaften (Characteristics) mitbringt, bleiben diese Informationen meist im Dunkeln (hidden). Deshalb besteht die Möglichkeit einer schlechten Auswahl (Adverse Selection).¹⁰² Nicht nur die Eigenschaften, auch die Motivation und die Ziele des Agenten bleiben im Vorfeld meist verborgen, weil jeder Auftragnehmer natürlich versuchen wird, sich vor Abschluss so gut wie möglich zu „verkaufen“. ¹⁰³ Dasselbe Problem haben Unternehmen vor ihrem Gang an die Börse. Es stellen sich folgende Fragen:

Welche Agentur bietet mir die beste und objektivste Beratung? Welcher Bank traue ich zu, dass sie den maximalen Emissionserlös für meine Unternehmung erzielt?

Aber auch jeder Aktionär sollte sich vor der Anlage die Fragen stellen: Kann ich dem Management vertrauen, dass es mein Geld gewinnbringend verwaltet? Sind die Unternehmensvertreter qualifiziert für diese Aufgabe?

3.1.2 Hidden Action

Auch nach Vertragsabschluss können Agenten-Probleme auftreten. Dieses Phänomen wird u.a. als Moral Hazard bezeichnet.¹⁰⁴ Damit es zum Vertragsabschluss kommt, wird sich der Agent wie erwähnt im Vorfeld nach den Vorstellungen des Prinzipals verhalten. Später kann er aber von diesem Verhalten abweichen und eigene Ziele verfolgen. Dies ist besonders schwerwiegend, wenn der Auftraggeber mangels adäquater Kontrollmechanismen oder Intransparenz das Verhalten seines Agenten nicht vollständig nachvollziehen kann.¹⁰⁵ Gerade bei großen, börsennotierten Unternehmen tritt dieses

100) Vgl. Griewel, E., 2006, S. 38.

101) Vgl. Göbel, E., 2002, S. 101.

102) Vgl. Picot, A., 2003, S. 57.

103) Vgl. Göbel, E., 2002, S. 101.

104) Vgl. Kurth, A., 2005, S. 151.

105) Vgl. Picot, A., 2003, S. 58.

Bild aufgrund der vielfältigen Vorstellungen der Aktionäre häufiger auf.¹⁰⁶ Der Manager kann nun im Rahmen seiner Möglichkeiten den eigenen Nutzen (zeitlich oder monetär) und nicht den des Prinzipals steigern. Dieses Phänomen kann beispielsweise auch aus der bereits erwähnten Arbeitsleid-Hypothese resultieren. Sie besagt, dass sich der Agent regelrecht vor der Arbeit „drückt“ oder bewusst langsam arbeitet, weil dies schlichtweg schwer zu kontrollieren ist.¹⁰⁷ Zwar korrelieren die Handlungen des Agenten meist mit dem Output und sind daran messbar, häufig ist aber unklar, ob dieser in vollem Umfang von der Managementqualität oder aber von externen Faktoren abhängig ist.¹⁰⁸ Dies kann sich verstärken, je weniger Informationen von der Firma nach außen dringen. Daher sind Unternehmen mit geringen Transparenzvorschriften anfälliger für diese Entwicklung als Firmen mit hoher Publizität.

3.1.3 Hidden Information

Hidden Information treten ebenfalls nach Vertragsabschluss auf. Erhält der Agent vor einer Entscheidungsalternative private Informationen oder Spezialwissen (Hidden Information), besitzt er einen Wissensvorsprung dem Prinzipal gegenüber.¹⁰⁹ Der Prinzipal mag den Agenten nun bei seinen Handlungen beobachten, es ist ihm allerdings nicht möglich, diese adäquat zu beurteilen.¹¹⁰ Aufgrund dieser Diskrepanz können Aktionäre regelmäßig nicht richtig einschätzen, ob ihr Agent (Manager, Vorstand) die für sie beste Entscheidung oder Investitionsalternative wählt oder ihnen die wahren Möglichkeiten der Produktivität vorenthält.¹¹¹ Bezogen auf den IPO-Prozess bedeutet dies, dass es gerade für den Neuemittenten von besonderer Wichtigkeit ist, ein gutes Vertrauensverhältnis zu den beteiligten Akteuren seines Börsengangs zu entwickeln. Insbesondere die Konsortialbanken treffen im laufenden Prozess viele Entscheidungen, deren Tragweite der werdende Emittent nicht unmittelbar nachvollziehen kann. Dabei erhalten sie von vielen Neuemittenten gerade im Entry Standard schlechte Noten.¹¹² Sie schaffen besonders in Bezug auf die Emissionspreise erhebliche Unsicherheiten. In dem Artikel „Wir waren ein One-Night-Stand für die Banken“ übt Torsten Teichert, Vorstandsvorsitzender von Lloyd Fonds, Manöverkritik am eigenen Börsengang und greift damit genau diese Problematik auf. Er kritisiert unter anderem die eingeschränkten Informationsmöglichkeiten von Börsenkandidaten und die Einflussnahme auf den Prozess an sich. Dies wird im folgenden Zitat besonders deutlich: „*Da haben wir uns schon gefragt, ob wir eigentlich noch Akteur und Auftraggeber oder ... vielleicht nur noch Spielball [sind] in dem großen Spiel, das man IPO nennt.*“^{113 114}

3.1.4 Lösungsansätze des Prinzipal-Agent-Problems

Der Prinzipal muss ein hohes Interesse haben, die eben beschriebenen Agent-Probleme zu minimieren und im besten Fall sogar ganz zu vermeiden. Es sollte sichergestellt sein, dass der Agent zum einen die Ziele des Auftraggebers verfolgt und zum anderen nicht übervorteilt wird.¹¹⁵ Allerdings haben auch qualifizierte Agenten Interesse, die Informationsasymmetrien zu minimieren. Sie können damit die Adverse Selection reduzieren,

106) Vgl. Kurth, A., 2005, S. 151.

107) Vgl. Göbel, E., 2002, S. 102.

108) Vgl. Griewel, E., 2006, S. 38f.

109) Vgl. Päßler, N., 2007, S. 15.

110) Vgl. Göbel, E., 2002, S. 102.

111) Vgl. Göbel, E., 2002, S. 102.

112) Vgl. Wegmann, J., 2007, 2 Jahre Entry Standard – eine Erfolgsgeschichte, In: GoingPublic Magazin, Heft 12, S. 52.

113) Vgl. Mußler, H., 2006, S. 24.

114) Das vollständige Interview mit der FAZ ist im Anhang zu finden.

115) Vgl. Kurth, A., 2005, S. 152.

um sich auf diese Weise einen Wettbewerbsvorteil gegenüber anderen Agenten zu beschaffen.¹¹⁶

Screening und Signaling

Screening und Signaling sind die in der Literatur meistdiskutierten Möglichkeiten, um den Informationsasymmetrien vor Vertragsanbahnung entgegenzutreten und so ebenfalls die Adverse Selection zu begrenzen.

Beim Screening versucht der Prinzipal die Unsicherheit zu reduzieren, indem er im Vorfeld möglichst viele relevante Informationen über den Agenten einholt.¹¹⁷ Dies kann er mittels Eignungstests, Qualitätstests oder einfach über Recherche erreichen. Dabei ist zu beachten, dass die gewonnenen Erkenntnisse in einem vernünftigen Verhältnis zu den dafür aufgewandten Kosten stehen sollten.¹¹⁸ Die neuen Medien, allen voran das Internet, haben die Möglichkeiten des Prinzipals deutlich verbessert.¹¹⁹ Im Kontext der Unternehmensfinanzierung ist ein Beispiel für Screening, dass die Kapitalgeber, beispielsweise Banken (Prinzipal), eigene Analysen oder Ratings anfertigen, um die Kreditwürdigkeit des Kreditnehmers (Agenten) einzuschätzen. Dabei können sie auch auf externe Anbieter, z.B. Ratingagenturen, zurückgreifen.¹²⁰

Das Signaling stellt das Gegenstück zum Screening dar. Hier geht die Aktion vom Agenten aus. Er versucht seine positiven Eigenschaften oder Qualitäten dem Prinzipal glaubhaft zu signalisieren.¹²¹ Dies verbessert seine Position im Wettbewerb mit anderen Agenten. Außerdem sollte ihm bewusst sein, dass eine geringe Informationsbasis meist in einer nachteiligen Vertragsgestaltung zu seinen Lasten gipfelt. Dies können bei Kreditverhandlungen beispielsweise höhere Finanzierungskosten sein.¹²² Ein Beispiel für Signaling sind Vorstände (Agenten), die sich mit privaten Geldern an der eigenen Firma beteiligen. Dieses Verhalten signalisiert dem Kreditgeber, dass der Geschäftsführer selbst von den positiven Zukunftsperspektiven des Unternehmens überzeugt ist.¹²³

Monitoring, Bonding und Anreizsysteme

Monitoring, Bonding/Verträge und Anreizsysteme stellen die üblichen Maßnahmen nach dem Vertragsabschluss dar, um der Gefahr des Moral Hazard zu begegnen.¹²⁴

Ein Mittel zur Kontrolle ist die Beobachtung des Agenten (Monitoring) bei seiner Arbeit.¹²⁵ Da es aber für einen Aktionär praktisch unmöglich ist, dem Vorstand den ganzen Tag über die Schulter zu schauen, der zudem einen Vorsprung an Spezialwissen (Hidden Information) besitzt, bedient man sich anderer Hilfsmittel. Dazu zählen Planungs- und Kontrollsysteme, Kostenrechnungs- und Buchführungssysteme und das Berichtswesen.¹²⁶ Die Intensität der Kontrolle hängt dabei vom Detaillierungsgrad ab. Publiziert das Berichtswesen Jahres-, Halbjahres- und Quartalsberichte mit ausführlichem Lagebericht und Strategiekapitel, haben die Aktionäre eine deutlich zeitnähere Kontrolle, als wenn nur ein Jahresabschluss zur Verfügung steht. Allerdings lassen sich auch negative Aspekte hoher Publizität finden. Beispielsweise versorgt man auf diese Weise auch indirekt unerwünschte Adressaten mit Unternehmensinformationen, z.B. direkte Mitbewerber.¹²⁷ Eine andere Form des Monitoring ist der Einsatz von Personal in Form von Gremien

116) Vgl. Kurth, A., 2005, S. 152.

117) Vgl. Kurth, A., 2005, S. 158.

118) Vgl. Pierbattisti, S., 2007, S. 38.

119) Vgl. Göbel, E., 2002, S. 111.

120) Vgl. Kurth, A., 2005, S. 158.

121) Vgl. Picot, A., 2003, S. 57.

122) Vgl. Päßler, N., 2007, S. 25.

123) Vgl. Kurth, A., 2005, S. 154.

124) Vgl. Kurth, A., 2005, S. 153.

125) Vgl. Göbel, E., 2002, S. 112.

126) Vgl. Göbel, E., 2002, S. 112.

127) Vgl. Griewel, E., 2006, S. 47.

wie dem Revisor, dem Aufsichtsrat oder dem Sicherheitsbeauftragten.¹²⁸ Diese müssen entweder bei wichtigen Entscheidungen ihre Zustimmung geben oder kontrollieren Handlungen des Agenten im Nachhinein. Hier ergibt sich jedoch ein neues Problem – wer kontrolliert die Kontrolleure?

Dies wäre aber gar nicht nötig, wenn der Agent die gleichen Ziele verfolgen würde wie sein Auftraggeber. Einfluss auf die Ziele kann der Prinzipal durch eine ausgefeilte Vertragsausgestaltung (Bonding) nehmen. Er reduziert damit die Entscheidungsspielräume des Agenten.¹²⁹ Schwierigkeiten des Bondings begründen sich jedoch in erhöhten Vertragskosten (z.B. Anwaltskosten) oder dem Erfassen aller theoretisch möglichen Konflikte vor Vertragsabschluss. Ein weiteres Problem entsteht, wenn die vertraglichen Verpflichtungen den Agenten so sehr in seinem Handeln einschränken, dass er nicht mehr adäquat auf im Vorfeld unabsehbare Situationen reagieren kann.¹³⁰ Es können sich sogar Konstellationen ergeben, in denen der Agent gezwungen ist, mit seinen Handlungen dem Prinzipal zu schaden. Dennoch kann das Bonding zur Reduzierung der Agency-Probleme beitragen, beispielsweise wenn Fremdkapitalgeber den Schuldner vertraglich untersagen, das Geld für bestimmte Vorhaben zu verwenden, z.B. es als Dividende auszuschütten.¹³¹

Eine andere Möglichkeit, dem Agency-Problem entgegenzuwirken, ist die Implementierung von Anreizsystemen.¹³² Hiermit werden die Ziele des Agenten denen des Prinzipals angeglichen, zum Beispiel durch vertraglich geregelte Erfolgsbeteiligungen.¹³³ In Aktiengesellschaften sind Managementverträge, die Bestandteile fixer und variabler Vergütung enthalten, inzwischen eher die Regel als die Ausnahme. Göbel schreibt dazu: „In der idealtypischen Prinzipal-Agent-Situation kann der Prinzipal durch Vertragsgestaltung solche Auszahlungsregeln festlegen, die alle ex post nach Vertragsabschluss zu erwartenden Probleme schon zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses vorwegnehmen und kompensieren.“¹³⁴

3.2 Die Transaktionskostentheorie

Die Grundlagen der Transaktionskostentheorie gehen zurück auf Roland Coase. Durch ihre Weiterentwicklung dank Oliver E. Williamson Anfang der 70er Jahre, dessen Ausführungen hier auch vorrangig beleuchtet werden, erreichte sie ihre heutige Verbreitung.¹³⁵

Der Begriff „Transaktion“ wird in der Literatur unterschiedlich definiert, als Austauschbeziehungen zwischen Tauschpartnern¹³⁶, „die zwischen Einzelpersonen stattfindende Entäußerung und Erwerbung der Rechte zukünftigen Eigentums an physischen Sachen“¹³⁷ oder „wenn ein Gut oder eine Leistung über eine technisch trennbare Schnittstelle hinweg übertragen wird“.¹³⁸ Mit der „technisch trennbaren Schnittstelle“ ist hier i.w.S. ein Markt gemeint. Engere Definitionen zielen auf die Kosten, welche bei Anbahnung und Abschluss eines Kaufvertrages anfallen.¹³⁹ Diese Aufwendungen entstehen aufgrund der Notwendigkeit von Vorleistungen sowie dem Bestehen von Informationsasymmetrien und verursachen damit Transaktionskosten für die Verhandlungspartner.¹⁴⁰

128) Vgl. Göbel, E., 2002, S. 112.

129) Vgl. Kurth, A., 2005, S. 160.

130) Vgl. Kurth, A., 2005, S. 161.

131) Vgl. Kurth, A., 2005, S. 161.

132) Vgl. Kurth, A., 2005, S. 162.

133) Vgl. Picot, A., 2003, S. 58.

134) Göbel, E., 2002, S. 113.

135) Vgl. Brand, D., 1990, S. 14, S. 18.

136) Vgl. ebenda S. 14, S. 18.

137) Göbel, E., 2002, S. 129.

138) Göbel, E., 2002, S. 129.

139) Vgl. Göbel, E., 2002, S. 129.

140) Vgl. Wirtz, B., 2001, S. 401.

Diesem Verständnis folgend hat Picot die Kosten beim Kaufvertrag nach ihrem zeitlichen Anfall in folgende Klassen eingeteilt:¹⁴¹

- Anbahnungskosten: i.w.S. Kosten für die Informationssuche und -beschaffung, Reise -, Kommunikations-, Beratungskosten
- Vereinbarungskosten: Investitionen in Verhandlungen, Vertragsformulierung sowie Kosten der Rechtsberatung
- Abwicklungskosten: Aufwendungen für Steuerung und Management
- Kontrollkosten: Sicherstellung der Qualität, Einhaltung von Terminen, Preise
- Anpassungskosten: Zusatzkosten für nachträgliche Durchsetzung von Änderungen

Ein Teil der aufgezählten Punkte, wie beispielsweise Reisekosten, muss nicht bewertet werden, da sie in monetärer Form vorliegen. Für die Beteiligten sind meist die Opportunitätskosten viel entscheidender. Diese muss jeder Vertragspartner für sich selbst finanziell ansetzen und einschätzen.¹⁴² Wissenschaftlich ausgedrückt bedeutet dies: Transaktionskosten sind Nachteile oder Nutzeneinbußen, die den Beteiligten an einer Transaktion aus der Marktunvollkommenheit entstehen.¹⁴³ Die Kosten können variieren, je nachdem, über welche Mechanismen sie koordiniert werden. Hier sind besonders die beiden Alternativen Markt und Hierarchie/Bürokratie zu nennen.¹⁴⁴

3.2.1 Verhaltensannahmen von Individuen

Die Transaktionskostentheorie geht von zwei Annahmen für menschliches Verhalten aus:¹⁴⁵

- der beschränkten Rationalität und
- dem Opportunismus

Auch die Transaktionskostentheorie geht von dem Idealbild des jederzeit rational handelnden „Homo Oeconomicus“ aus, wie ihn die Lehre der Neoklassik beschreibt.¹⁴⁶ Es wird die Auffassung vertreten, dass das Individuum zwar den Willen hat, rational zu handeln, es ihm aber aufgrund seiner nur begrenzt zur Verfügung stehenden kognitiven Möglichkeiten zur rationellen Verarbeitung schlichtweg nicht möglich ist, eine vollständige Verarbeitung aller Informationen zu leisten.¹⁴⁷ Die Umwelt ist einfach zu komplex und von zu viel Unsicherheit geprägt, als dass der Mensch alle Entwicklungen überblicken könnte.¹⁴⁸ Demzufolge können Manager rationale Entscheidungen mit nur einer begrenzten Menge aufgenommener Informationen treffen und auch nur unter dieser Prämisse Verhandlungen führen.¹⁴⁹ Diese Erkenntnis unterscheidet den Transaktionskostenansatz grundlegend von der Prinzipal-Agent-Theorie.

Die zweite These besagt, dass Individuen opportunistisch handeln. Darunter versteht Williamson das Verfolgen von eigenen Interessen mit Hilfe von List.¹⁵⁰ Persönliche Nutzenmaximierung wird in den Vordergrund gestellt, indem Informationsvorsprünge gegenüber Transaktionspartnern ausgenutzt werden.¹⁵¹

3.2.2 Merkmale von Transaktionen

Neben den Thesen, die das Verhalten der Individuen betreffen, definiert Williamson auch noch verschiedene Umweltzustände, die den Verlauf einer Transaktion beeinflussen können:¹⁵²

- mit einer Transaktion verbundene Unsicherheit
- die Häufigkeit von Transaktionen
- der Umfang und die Spezifität dauerhafter Investitionen

Beim ersten Punkt muss man differenzieren zwischen Umweltunsicherheit und Verhaltensunsicherheit.¹⁵³ Dies meint zum einen die Bedrohung durch externe Störungen aus der Umwelt, z.B. Neuverhandlungen der Preise im laufenden Liefervertrag, die die Vertragspartner zwingen, Anpassungen vorzunehmen, und zum anderen die Ungewissheit über das Verhalten des Vertragspartners in Bezug auf opportunistische Praktiken.

Je häufiger eine Transaktion durchgeführt wird, desto günstiger wird es für alle Vertragspartner.¹⁵⁴ Dies resultiert aus der Tatsache, dass gerade am Anfang einer Geschäftsbeziehung hohe Unsicherheit bezüglich des Gegenübers besteht, die es mit Beherrschungsverträgen zu kompensieren gilt.¹⁵⁵ Erst im Laufe der Zeit baut sich ein Vertrauensverhältnis zwischen den Transaktionspartnern auf. Später tragen außerdem Lerneffekte, Fixkostendegression und Economies of Scale zu einer Reduzierung der Kosten bei.¹⁵⁶

Die Spezifität identifiziert Kühne als Haupteinflussgröße für die Entstehung von Transaktionskosten.¹⁵⁷ Sie kann umschrieben werden als ein Merkmal, das nicht ohne weiteres ausgetauscht werden kann, weil es eine besondere Eigenschaft für ihren Zweck aufweist.¹⁵⁸ Williamson identifiziert sechs Arten von Spezifität¹⁵⁹:

- Standortspezifität
- Sachkapitalspezifität
- Humankapitalspezifität
- Abnehmerspezifische Investitionen
- Zeitspezifität
- Markennamenspezifität

Das Zusammentreffen von Humanfaktoren und Umweltfaktoren wird im folgenden Schaubild von Kühne noch einmal dargestellt:

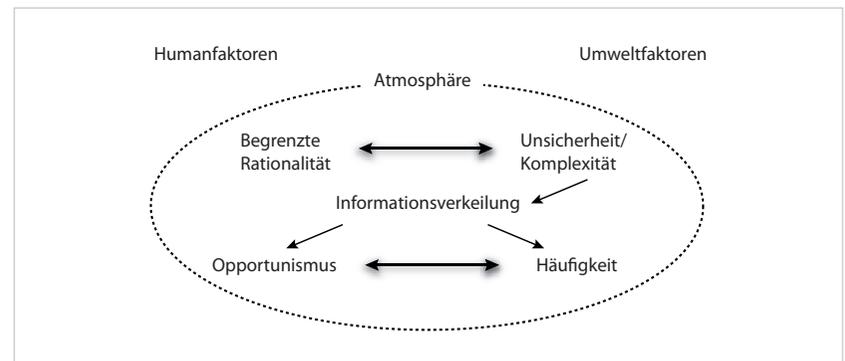


Abbildung 3: Das Organizational Failures Framework¹⁶⁰

141) Vgl. Picot, A., 1982, S. 270.
 142) Vgl. Picot, A., 1986, S. 3.
 143) Vgl. Wirtz, B., 2001, S. 402.
 144) Vgl. Kühne, B., 2007, S. 32.
 145) Vgl. Williamson, O., 1996, S. 56.
 146) Vgl. Brand, D., 1990, S. 20.

147) Vgl. Brand, D., 1990, S. 14, S. 18.
 148) Vgl. Göbel, E., 2002, S. 113.
 149) Vgl. Kühne, B., 2007, S. 32.
 150) Vgl. Brand, D., 1990, S. 21.
 151) Vgl. Kühne, B., 2007, S. 33.
 152) Vgl. Williamson, O., 1996, S. 59.

153) Vgl. Göbel, E., 2002, S. 141.
 154) Vgl. Kühne, B., 2007, S. 33.
 155) Vgl. Brand, D., 1990, S. 23.
 156) Vgl. Pierbattisti, S. 2007, S. 41.

157) Vgl. Kühne, B., 2007, S. 35.
 158) Vgl. Göbel, E., 2002, S. 139.
 159) Vgl. Göbel, E., 2002, S. 139.
 160) Vgl. Angelehnt an Kühne, B., 2007, S. 32.

3.2.3 Transaktionskosten im Prozess des Börsengangs

Viele der angesprochenen Kostenarten nach Picot fallen auch beim Going Public an. Die wesentlichen Transaktionskosten treten im Hinblick auf die Informationsverteilung auf.¹⁶¹ Der Kauf oder die Übertragung von Anteilen an einer Unternehmung wird hier als Transaktion verstanden. Dabei kommt den Finanzintermediären, also Analysten, Designated Sponsors oder der Finanzpresse, eine besondere Bedeutung zu.¹⁶² Sie übernehmen die erforderliche Kommunikation zwischen emittierendem Unternehmen und potenziellen Anlegern und senken so durch ihre kontinuierliche Berichterstattung und Coverage¹⁶³ die Informationskosten für Investoren.¹⁶⁴ Dazu kann auch die eigene Investor-Relations-Arbeit der Unternehmen einen entscheidenden Beitrag leisten. Außerdem sollte eine sorgfältige Auswahl der Konsortialbank erfolgen, da diese nicht nur die Kontakte zu den institutionellen Investoren herstellt, sondern auch eigene Analysten zur Coverage vorhält.

Eine weitere Determinante stellt die gewählte Börse und im Detail das Börsensegment dar. Segmente mit hohen Publizitätsanforderungen verringern tendenziell die Transaktionskosten für den Investor, weil dieser weniger Aufwand in die Suche nach qualifizierten Informationen investieren muss, und verhindern darüber hinaus die Möglichkeit der Adverse Selection.¹⁶⁵ Die Ordergebühren, die von der Börse vereinnahmt werden, tangieren natürlich ebenfalls die Höhe der Transaktionskosten. Hier gilt, je niedriger, desto besser für die Investoren und Unternehmen.¹⁶⁶ Als dritter Punkt ist noch ein Phänomen zu nennen, welches Pöler als „Marktwert der Börse“ bezeichnet.¹⁶⁷ Hier profitiert das Unternehmen von einer guten Positionierung der Börse als Marktplatz im Vergleich zu anderen Handelsplätzen, und zwar durch eine erhöhte Visibilität und Aufmerksamkeit der Financial Community.

161) Vgl. Wirtz, B., 2001, S. 402.

162) Vgl. Wirtz, B., 2001, S. 402.

163) Meint hier: Abdeckung einer börsennotierten Aktiengesellschaft mit Studien und Analysen von Banken und Finanzanalysten.

164) Vgl. Wirtz, B., 2001, S. 402.

165) Vgl. Pöler, A., 2007, S. 193.

166) Vgl. Pöler, A., 2007, S. 193.

167) Vgl. Pöler, A., 2007, S. 193.

4 Transparenzlevel an der Frankfurter Wertpapierbörse

Kapitel 2 beschrieb ausführlich die nötigen Vorbereitungen und Anpassungen in Unternehmen, um die Börsenreife zu erlangen. Hat sich ein Unternehmen für den Gang an die Börse entschieden, stellt sich in der Durchführungsphase die Frage des richtigen Börsensegments.

4.1 Der Börsenplatz Frankfurt und seine Transparenzlevel

Die Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) ist mit einem Anteil von 80% der größte Kapitalumschlagplatz Deutschlands.¹⁶⁸ Träger und Betreiber ist die Deutsche Börse AG.¹⁶⁹ Für eine Platzierung an der FWB sprechen das hohe Handelsvolumen und die hohe Marktliquidität, die nationale sowie internationale Investoren anzieht. Außerdem profitiert der Anleger vom schnellsten Listingprozess weltweit und den günstigsten Listingkosten im europäischen Vergleich.¹⁷⁰⁻¹⁷¹ Darüber hinaus bietet die Deutsche Börse eine Reihe von nützlichen Serviceleistungen für Emittenten. Auch deshalb bewerten 78% aller Neuemittenten einer DAI-Studie zufolge die Betreuung der Börse vor, während und nach dem IPO mit gut oder sehr gut.¹⁷²

In Europa unterscheidet man generell zwischen zwei gesetzlich definierten Zugängen zum Kapitalmarkt:¹⁷³

- Organisierte Märkte, die von der EU reguliert werden (EU-regulierter Markt)
- Privatrechtliche Märkte, die von den Börsen selbst reguliert werden (Börsenregulierte Märkte)

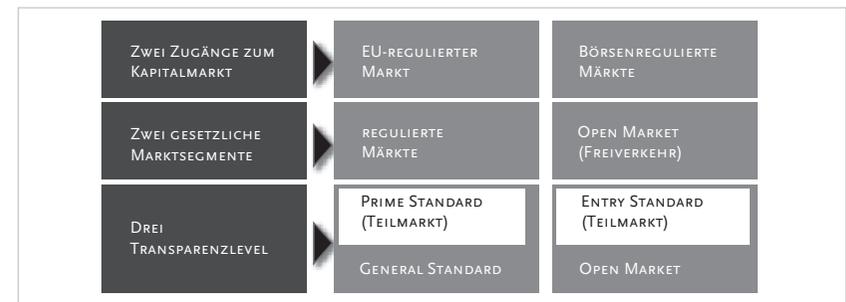


Abbildung 4: Übersicht Kapitalmarktzugang/Transparenzlevel¹⁷⁴

168) Vgl. Blättchen, W., 1999, S. 36.

169) Vgl. Bösl, K., 2004, S. 78.

170) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 265.

171) Vgl. Deutsche Börse, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/listing/20_Going_Public/03_I-POint/73_CoC, Download 20.10.2008.

172) Vgl. Studie des DAI, Erfahrungen von Neuemittenten am deutschen Aktienmarkt 2005 & 2006, In: http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_publikationen.htm, S. 22.

173) Vgl. Deutsche Börse, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/sm_emittentenleitfaden.pdf, S. 8, Download 05.11.2008.

174) Vgl. Deutsche Börse, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/sm_emittentenleitfaden.pdf, S. 9, Download 20.10.2008.

Mit Blick auf den Anlegerschutz sieht das Börsengesetz (BörsG) vor, dass die Börsen den Regulierten Markt (§ 2 Abs. 5 WpHG) durch weitere Zulassungsvoraussetzungen noch transparenter gestalten können (§ 50 Abs. 3 BörsG); Gleiches gilt ebenfalls für Folgepflichten (§§ 42, 54 BörsG).¹⁷⁵ Mit der Entwicklung des General- und Prime Standard hat die Deutsche Börse dem Rechnung getragen.

Der börsenregulierte Teil der FWB, früher Freiverkehr, heißt seit 10. Oktober 2005 Open Market. Kennzeichen des Open Market ist, dass er ein privatrechtliches Segment nach § 57 BörsG darstellt. Aus diesem Grund hat dort eine Reihe wichtiger Anlegerschutzgesetze keine Wirkung.¹⁷⁷ Der Entry Standard bildet seit Ende Oktober 2005 ein „Schaufenster“ im Open Market für alle Unternehmen, die der Öffentlichkeit freiwillig zusätzliche Informationen zur Verfügung stellen und sich in diesem Punkt von den restlichen Unternehmen abheben möchten.¹⁷⁸ Der Open Market bildet mit 9.419 gelisteten Unternehmen das mit Abstand größte Marktsegment an der FWB.¹⁷⁹



4.2 Der Entry Standard – Kapitalmarktzugang für kleine und mittelständische Unternehmen

4.2.1 Überblick

Das jüngste Kind in der Familie der Transparenzlevel der Deutschen Börse ist der Entry Standard. Gegründet wurde er am 25. Oktober 2005 als ein Einstiegssegment mit dem Fokus auf kleine und mittelständische Börsenkandidaten, daher auch der Name Entry Standard = Einstiegssegment.¹⁸⁰ Seit seiner Taufe vor drei Jahren erfreut er sich eines regen Zulaufs. Ende 2005 waren 20 Unternehmen gelistet, 2006 wuchs die Zahl dann um weitere 59 Unternehmen auf 79, und im November 2008 hatten sich insgesamt 116 Unternehmen¹⁸¹ für dieses Segment entschieden.¹⁸²

Der Entry Standard ist nicht nur ein Einstiegssegment, sondern auch gedacht als Sprungbrett für den Aufstieg in ein höheres Transparenzlevel.¹⁸³ 13 Unternehmen haben bisher den Sprung in ein höheres Segment geschafft. Zwölf davon in das höchstregulierte „Premiumsegment“, den Prime Standard, nur einer in den darunter liegenden General Standard.¹⁸⁴ Laut einer Studie der Fachhochschule der Wirtschaft (FHDW) betrachten 96% der im Entry Standard gelisteten Unternehmen das Segment

175) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/FAQ_OM_ES.pdf, S. 1, Download 25.10.2008.

176) Vgl. Bösl, K., 2004, S. 79.

177) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/FAQ_OM_ES.pdf, S. 8, Download 25.10.2008.

178) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/FAQ_OM_ES.pdf, S. 2, Download 25.10.2008.

179) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/notescontent/gdb_navigation/listing/50_Reports_and_Statistics/40_facts_figures/INTEGRATE/

zpdnotesDoc=KIR+LC_Support_Facts_Figures&expand= view, S. 1., Download 25.10.2008.

180) Vgl. Fickel, K., 2006, Standpunkt, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 2, S. 30. Stand 31.10.08.

181) Vgl. http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/ers/gdb_navigation/listing/ers_query/M_Boersengaenge.kir?boersengang=0&selJahr=2006&sort=IPODatum&selTransparenzstandard=4&selTransaktion=-1&cx=1&cy=5&selBranches=-1, Online im Internet.

182) Vgl. Mair, P., 2007, Übungsplatz für Kapitalmarkteinsteiger, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 14.

183) Vgl. Handelsblatt, 2008, Kleine Firmen bewähren sich an der Börse, D3.

184) Vgl. Wegmann, J., 2007, 2 Jahre Entry Standard - eine Erfolgsgeschichte, In: GoingPublic Magazin, Heft 12, S. 50.

als Einstieg.¹⁸⁵ Der Horizont für ein Umlisting in eine höhere „Transparenzstufe“ beträgt dabei drei Jahre. Der höchste Transparenzlevel, Prime Standard, ist dabei für 68% der Unternehmen das erklärte Ziel.¹⁸⁶ Phönix Solar war einer der Aufstiegs-kandidaten. Das Unternehmen aus der Nähe von München schaffte den Sprung vom Einstiegssegment in den Prime Standard und wurde auch umgehend in einen seiner Leitindizes, den TecDAX, aufgenommen.¹⁸⁷ Andere Beispiele sind Roth& Rau sowie Manz Automation.

Allerdings gab es nicht nur Bewegung nach oben. Es verabschiedeten sich insgesamt sechs Unternehmen zurück in den Open Market, zwei davon, Betonusa und Eutex, durch Insolvenz.¹⁸⁸

4.2.2 Zulassungspflichten

Im Folgenden sollen nur die wichtigsten Aspekte angesprochen werden, weiterführendes Material bezüglich der Zulassungspflichten findet sich im Anhang.

Grundsätzlich gelten für den Entry Standard die gleichen Zulassungsvoraussetzungen wie für den Open Market bzw. den Freiverkehr. Damit unterliegt er deutlich geringeren formalen Anforderungen als die Unternehmen im regulierten Markt. Für ein Listing der Aktien im Entry Standard benötigt man einen sog. „Antragsteller“. Dies sind in der Regel Wertpapierbanken, die den Börsenaspiranten bei einer Reihe von Formalitäten unterstützen. Der Antragsteller überprüft zugleich die Börsenreife und die Einhaltung der Transparenzpflichten vor, während und nach dem Börsengang und stellt den Antrag auf Einbeziehung der Aktien bei der Deutschen Börse.¹⁸⁹ Aktuell haben die Kandidaten bei einem Listing in Frankfurt die Wahl zwischen 260 verschiedenen Antragstellern.¹⁹⁰ Darüber hinaus sind die Börsenaspiranten verpflichtet, die Dienste eines Listing Partners der Deutschen Börse in Anspruch zu nehmen. Dessen Aufgabe besteht darin, dem werdenden Emittenten mit seiner Expertise und Erfahrung jederzeit als Sparringspartner zur Verfügung zu stehen.¹⁹¹ Er berät ihn außerdem in Fragen der Veröffentlichung von Pflichtinformationen, beispielsweise des Unternehmenskalenders oder des Unternehmenskurzporträts.

Bei einer Notierung im Open Market hat das Unternehmen die Wahl zwischen einem „traditionellen“ Börsengang, also einem öffentlichen Angebot, oder dem prospektfreien Listing im Rahmen einer Privatplatzierung, was mit deutlich weniger Aufwand und Kosten verbunden ist.¹⁹² Thomas Stewens, Vorstandsmitglied bei Concord Effekten, kommentiert diese Wahlmöglichkeit folgendermaßen: „Wir sehen mit großer Sorge, dass das fälschlicherweise als ‚IPO light‘ bezeichnete prospektfreie Listing mit Privatplatzierung auch im Entry Standard möglich ist. Das öffnet Manipulationen Tür und Tor.“¹⁹³

Im Rahmen eines öffentlichen Angebots muss aber zwingend ein Wertpapierprospekt nach § 2 Nr. 4 WpPG erstellt werden.¹⁹⁴ Dieser wird anschließend von der BaFin geprüft.

186) Vgl. ebenda, S. 50.

187) Vgl. Handelsblatt, 2008, Kleine Firmen bewähren sich an der Börse, D3.

188) Vgl. Ingerl, Ch., 2008, Licht und Schatten, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 40f.

189) Vgl. Steinbach, Dr. M., 2008, Der Entry Standard, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 8.

190) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/entry_standard_broschuere_06.9.pdf, S. 13, Download 26.10.2008.

191) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/FAQ_OM_ES.pdf, S. 13, Download 26.10.2008.

192) Vgl. Schmid, M., 2007, Ein Markt – Zwei Zugangsregularien, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 24.

193) Vgl. Grass, D., 2005, S. 23

194) Vgl. Schmid, M., 2007, Ein Markt – Zwei Zugangsregularien, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 24.

Die Anforderungen an einen Wertpapierprospekt (WPP) sind im Open Market die gleichen wie im regulierten Markt. Dies bedeutet gerade für die kleinen und mittleren Unternehmen im Entry Standard deutlich mehr Aufwand im Vergleich zu den meist größeren Firmen des General- oder Prime Standards. Sie verfügen meist noch nicht über ein derart ausgefeiltes Controllingssystem oder IT-gestützte Rechenzentren.¹⁹⁵ Entscheidet sich der Emittent allerdings für das öffentliche Angebot mit Prospekt, ermöglicht es ihm eine Reihe von Vorteilen. Er kann imagebildende Werbemaßnahmen für die Aktie durchführen, z.B. Family & Friends-Programme oder Aktienmarketing. Außerdem stehen ihm alle professionellen Investor-Relations-Maßnahmen zur Verfügung.¹⁹⁶ Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass der WPP eine wichtige Entscheidungsquelle für Investoren darstellt.¹⁹⁷ Allerdings hat auch das Listing mittels Exposé seine Berechtigung. Bei allen nicht öffentlichen Angeboten, sog. „Private Placements“, die sich nur an maximal 100 qualifizierte Anleger (§ 2 Nr. 6 WpPG) richten dürfen, ermöglicht es einen schnellen und unkomplizierten Einstieg (maximal fünf Börsenarbeitstage).¹⁹⁸ Außerdem ist das Listing die kostengünstigere Variante, weil die Erstellung deutlich einfacher ist und weder die BaFin noch die Börse das Exposé prüft.¹⁹⁹ Das Exposé ist dann interessant, wenn sich kurzfristig ein günstiges Marktumfeld ergibt und das Management den Wunsch äußert, seinen Aktien schnell eine gewisse Fungibilität zu verleihen.²⁰⁰ Trotzdem muss man sich der Brisanz bewusst sein, dass jegliche Form der Werbung, und dies wird von der BaFin sehr eng ausgelegt, zu Sanktionen führen kann.²⁰¹

In Bezug auf die Rechnungslegung haben Unternehmen im Entry Standard die Wahl zwischen der nationalen Rechnungslegung (National GAAP), in Deutschland dem HGB, oder der Bilanzierung nach internationalem Standard (IFRS). Welche Bilanzierungsform der Emittent wählt, ist natürlich auch eine Kosten- und Zeitfrage. Andre Driver von Driver und Bengsch kommentierte diesen Vorteil des Entry Standards folgendermaßen: „Bei einem Börsengang hat man ohnehin schon alle Hände voll zu tun, wenn man dann auch noch auf IFRS umstellen muss, kann es das Fass zum Überlaufen bringen.“²⁰² Gleichwohl sollte sich jeder Emittent bei der Wahl vor Augen führen, dass gerade ausländische Investoren aus Gründen der Vergleichbarkeit eine hohe Affinität zu internationaler Rechnungslegung aufweisen.²⁰³ Infolgedessen entscheiden sich einige Unternehmen für dieses Segment als Einstieg ins Börsenleben und planen nach einer gewissen Zeit in ein höheres Transparenzlevel aufzusteigen. Gerade für diese Firmen macht es Sinn, sich schon frühzeitig auf die neue Rechnungslegung einzustellen. Ein dritter Grund für die IFRS stellt eine Verbesserung der Eigenkapitalquote und damit verbunden eine

195) Vgl. Bergsträsser, S., 2007, „Es gelten die gleichen prospektrechtlichen Anforderungen“, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 32.

196) Vgl. Schmid, M., 2007, Ein Markt – Zwei Zugangsregularien, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 24f.

197) Vgl. Diegelmann, M., 2008, Investorenmeinungen zum Entry Standard, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 14.

198) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/FAQ_OM_ES.pdf, S. 7, Download 26.10.2008.

199) Vgl. ebenda, S. 7.

200) Vgl. Schmid, M., 2007, Ein Markt – Zwei Zugangsregularien, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 25.

201) Vgl. Bergsträsser, S., 2007, „Es gelten die gleichen prospektrechtlichen Anforderungen“, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 33.

202) Driver, A., 2007, Übungsplatz für Kapitalmarkteinsteiger, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 14.

203) Vgl. Steinke, W., 2006, Bilanzierung im Entry Standard, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 2, S. 27.

Verbesserung des Images dar. Dies resultiert aus verschiedenen Wahlrechten, beispielsweise durch Aktivierung stiller Reserven. Gerade im Vorfeld des Börsenganges kann dies das Unternehmen bei Analysten und Investoren in einem positiveren Licht erscheinen lassen (Window Dressing).²⁰⁴

4.2.3 Konzeption und Positionierung

Eine Notierung im Entry Standard soll eine unkomplizierte Alternative zu einem Börsengang im EU-regulierten Markt bilden. Sie bietet ein „Schaufenster“ im Open Market für Unternehmen, die ihren Investoren zusätzliche Informationen zur Verfügung stellen wollen und so die Transparenz erhöhen.²⁰⁵ Die Deutsche Börse ist damit dem Bedarf nach einem alternativen Marktzugang nachgekommen, wie er bereits über den Londoner AIM (Alternative Investment Market) oder die Alternext in Paris existiert.²⁰⁶ Von den anderen europäischen Märkten grenzt sich der Entry Standard besonders durch seine hohe Liquidität, keinerlei Steuervorteile und den Verzicht auf einen Branchenfokus oder Mindestanforderungen an Unternehmensgröße/-alter der Unternehmen ab.²⁰⁷ Besonderer Beliebtheit erfreut sich der Entry Standard allerdings im Finanzdienstleistungsbereich, gefolgt von Technologie- und Immobilienwerten.²⁰⁸ Durch die geringe Regulierungsintensität soll er, nach Auffassung der Deutschen Börse, primär junge und mittelständisch etablierte Unternehmen ansprechen.²⁰⁹ Damit erfüllt er gleichzeitig eine volkswirtschaftliche Funktion. Er eröffnet dem Fundament der Deutschen Wirtschaft – dem Mittelstand – die Möglichkeit der Versorgung mit Eigenkapital. Dies stärkt die Innovationskraft der Unternehmen und rüstet sie für den globalen Wettbewerb.²¹⁰ Darüber hinaus wirkt sich positiv auf den Finanzplatz Deutschland aus, an dem sonst sehr schnell risikobereites Kapital vorbeifließen würde.²¹¹

Des Weiteren wirbt die Deutsche Börse mit dem Argument, dass der Entry Standard Private-Equity- und Venture-Capital-Investmentgesellschaften als Exit-Kanal dienen kann.²¹² Bei einem Exit, wie bereits in Punkt 2.2 beschrieben, trennt sich die Beteiligungsgesellschaft von ihrem Investment im Rahmen des Börsenganges. Dass diese Möglichkeit von Investoren akzeptiert wird, zeigt eine Studie des GoingPublic Magazins. Sie belegt, dass die Hälfte der befragten Investoren einen Ausstieg der Beteiligungsgesellschaft über die Börse als unproblematisch ansieht.²¹³

Der Entry Standard wird auch als Zwischenstation in ein höheres Segment benutzt. Potenzielle Hoffnungsträger haben hier die Möglichkeit, erste Börsenerfahrung zu sammeln, um später in ein höher reguliertes Marktsegment aufzusteigen.²¹⁴

Die folgende Tabelle zeigt ein durchschnittliches Entry-Standard-Unternehmen vor dem Börsengang in Zahlen:

204) Vgl. Steinke, W., 2006, Bilanzierung im Entry Standard, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 2, S. 27.

205) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/FAQ_OM_ES.pdf, S. 1ff., Download 26.10.2008.

206) Vgl. ebenda, S. 23.

207) Vgl. ebenda, S. 24.

208) Vgl. Steinbach, Dr. M., 2008, Der Entry Standard, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 6.

209) Vgl. Deutsche Börse, 2008, http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_

files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/entry_standard_broschuere_06.9.pdf, S. 5, Download 26.10.2008.

210) Vgl. Weiler, L., 2007, Vorbehalte ernst nehmen, In: GoingPublic Magazin, Heft 10, S. 10.

211) Vgl. ebenda, S. 10.

212) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/entry_standard_broschuere_06.9.pdf, S. 5, Download 26.10.2006.

213) Vgl. Diegelmann, M., 2008, Investorenmeinung zum Entry Standard, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S.14f.

214) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 263.

	Durchschnitt	Median
Umsatzerlöse	20,2 Mio. EUR	7,3 Mio. EUR
EBT	1,1 Mio. EUR	0,4 Mio. EUR
EBT-Marge	16,2%	7,3%
Bilanzsumme	25,1 Mio. EUR	8,1 Mio. EUR
EK-Quote	40,0%	35,6%
Anzahl der Mitarbeiter	105	29
Emissionsvolumen	13,5 Mio. EUR	7,5 Mio. EUR
Marktkapitalisierung	66,0 Mio. EUR	28,5 Mio. EUR
Zuteilungsquote Institutionelle Anleger	74,2%	84,0%

Tabelle 2: Kennzeichen eines typischen Entry-Standard-Unternehmens vor dem Börsengang²¹⁵

4.2.4 Fokus auf institutionelle Investoren

Prinzipiell steht der Entry Standard jedem Anleger offen. Durch seine schmale Informationsbasis richtet er sich aber primär an qualifizierte Anleger nach § 2 Nr. 6 WpPG.²¹⁶ Bisher befinden sich 74% des Volumens in der Hand solcher Anleger.²¹⁷ Dass bei dieser Gruppe die Bereitschaft für ein Investment gegeben ist, zeigt eine Studie von EQUITYplus und Cometas aus dem Jahr 2007, wonach 95% der Investoren grundsätzlich positiv eingestellt sind bezüglich einer Beteiligung im Entry Standard.²¹⁸ Natürlich steht es auch jedem Privatanleger offen, im Entry Standard zu investieren, doch die geringere Transparenzpflicht und das damit erhöhte Risiko scheinen private Anleger bisher fernzuhalten. Marc Tüngler, Geschäftsführer der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V., fasst folgende Gründe für das mangelnde Engagement der Privatanleger im Entry Standard zusammen:²¹⁹

- Kritischere und aufgeklärte Privatanleger
- Abnehmende Akzeptanz der Aktie als Anlageform
- Mangelnde Transparenz im Vorfeld und während des IPOs
- Geringes Interesse an der Einbeziehung von Privatanlegern durch den Emittenten
- Haftungsrisiken/Politik der beratenden Depotbanken

4.2.5 Indizes erhöhen die Visibilität und Liquidität

Mit der Einführung der neuen Sektor- und Subsektor-Indizes im März 2008 (siehe Abbildung 5: Spektrum an Indizes für Entry-Standard-Unternehmen) hat die Deutsche Börse zusätzliche Transparenz und Visibilität für die Entry-Standard-Unternehmen geschaffen. Sie erleichtern den Peergroup-Vergleich quer durch die verschiedenen Transparenzlevel. Die Firmen können direkt mit ihren Konkurrenten aus General- und Prime Standard verglichen werden, dies vereinfacht insbesondere die Arbeit der Analysten und erhöht die Chance auf eine Coverage.^{220 221} Insgesamt ist die Einordnung in 18

215) Vgl. Steinbach, Dr. M., 2007, Der Entry Standard, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 9.

216) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 263.

217) Vgl. Steinbach, Dr. M., 2007, Der Entry Standard, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 8.

218) Vgl. Diegelmann, M., 2008, Investorenmeinungen zum Entry Standard, In: Going public Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 14.

219) Vgl. Tüngler, M., 2007, Der Entry Standard, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 38.

220) Vgl. Beurteilung und Bewertung von Unternehmen durch Analysten, siehe auch: Arlinghaus, O., 2001, S. 205.

221) Vgl. Steinbach, Dr. M., 2008, Der Entry Standard, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 6.

Sektoren und 63 Subsektoren möglich. Das heißt, jedes Unternehmen ist in mindestens zwei Indizes vertreten, einem All Share- und einem Sektor-Index.

ENTRY STANDARD	
All Share-Indizes	Auswahlindizes
Entry Standard All Share Index (Performance + Kurs)	Entry Standard Index (Performance + Kurs)
Sektorindizes	Internationale Indizes
18 DAXsektor All (Performance + Kurs)	DAX International 100 (Performance + Kurs)
63 DAXsubsektor All (Performance + Kurs)	DAX International Mid 100 (Performance + Kurs)

Abbildung 5: Spektrum an Indizes für Entry-Standard-Unternehmen²²²

Dies hat positive Auswirkungen auf die Liquidität der Titel, weil Indizes Zugang und Aufmerksamkeit bei nationalen und internationalen Investoren schaffen. Zusätzlich stellt die Deutsche Börse die bewährten zwei Handelsplattformen, Parketthandel an der FWB und das elektronische Handelssystem Xetra, zur Verfügung.²²³ Sie garantieren höchste Liquidität bei geringen Transaktionskosten und das Erreichen von 96% des Handels in deutschen Aktien.²²⁴

Liquidität schafft ebenfalls den Einsatz von Designated Sponsors, auch Market Maker genannt. Dies können Banken oder Wertpapierhäuser sein, die verbindliche Preise für den An- und Verkauf für Aktien der Unternehmen stellen. Die Wahrscheinlichkeit, dass eine erteilte Order ausgeführt wird, steigt dadurch beträchtlich.²²⁵ Es gilt das Prinzip „Liquidität zieht Liquidität an“, deshalb steigen aktiv betreute Aktien in der Gunst der Anleger.²²⁶ Einer Studie des GoingPublic Magazins zufolge nutzen bereits 86,5% der Entry-Standard-Unternehmen einen Designated Sponsor.²²⁷ Im Gegensatz zu den größeren Unternehmen aus dem General- und Prime Standard besitzen Firmen im Entry Standard, bedingt durch ihre Größe, eine ebenfalls geringere Marktkapitalisierung. Dies kann zu unerwünscht hoher Volatilität führen.²²⁸ Ein Designated Sponsor vermag diesen Schwankungen entgegenzuwirken.

4.2.6 Zulassungsfolgenpflichten im Entry Standard

Mit Blick auf die Zielgruppe hat die Deutsche Börse die Folgepflichten im Einstiegssegment deutlich einfacher gestaltet als in den regulierten Märkten. Es handelt sich im Wesentlichen um folgende Punkte:

222) Vgl. Deutsche Börse. In: www.deutsche-boerse.de.

223) Vgl. Deutsche Börse, http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/entry_standard_broschuere_06.9.pdf, S. 13, Download 26.10.2008.

224) Vgl. Deutsche Börse, http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/entry_standard_broschuere_06.9.pdf, S. 13, Download 26.10.2008.

225) Vgl. Bösl, 2004, S. 88.

226) Vgl. Deutsche Börse, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/listing/30_Being_Public/30_Products_and_Services/30_Designated_Sponsors, Download 25.10.2008.

227) Vgl. Steinbach, Dr. M., 2008, Der Entry Standard, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 9.

228) Vgl. Dr. Ahlers, M., 2008, Der Entry Standard, In: GoingPublic Magazin, Sonderbeilage Entry Standard, Heft 5, S. 32.

Erstens die bereits dargestellte Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung von kursbeeinflussenden Unternehmensnachrichten auf der Website. Zweitens ist das Unternehmen verpflichtet, einen testierten (Konzern-)Jahresabschluss samt Konzernlagebericht vorzulegen, und dies innerhalb von sechs Monaten nach Beendigung des Geschäftsjahres. Dieser kann wahlweise in deutscher oder englischer Sprache publiziert werden.

Ebenfalls ist nach sechs Monaten ein Zwischenbericht zu veröffentlichen, dieser muss aber nicht testiert sein. Drittens müssen ein aktuelles Unternehmensprofil und ein aktueller Unternehmenskalender, der auf alle wichtigen Termine aufmerksam macht, auf der Website verfügbar sein.²²⁹

Der Antragsteller überprüft viertens, ob der Emittent die zusätzlichen Informationsfolgepflichten auch einhält. Er muss sicherstellen, dass der Emittent seinen Pflichten nachkommt, sonst drohen ihm Sanktionen seitens der Deutschen Börse.²³⁰

Die Tatsache, dass der Entry Standard zum Open Market gehört, und damit zum privatrechtlich organisierten Markt nach § 2 Abs. 5 WpHG, bedeutet, dass viele bekannte Auflagen hier nicht oder nur teilweise gelten.²³¹ Dies sind unter anderem die Meldepflicht beim Erreichen von Schwellenwerten (§ 21 WpHG), das Pflichtangebot bei Kontrollwechsel gemäß Wertpapierübernahmegesetz (WpÜG), die Verpflichtung zu Zwischenberichten nach § 40 BörsG oder die Ad-hoc-Publizität (§ 15 WpHG).²³²



4.3 General Standard: kostengünstige Börsennotierung im EU-regulierten Markt

4.3.1 Überblick

Mit der Aktienmarktneusegmentierung im März 2003 hob die Deutsche Börse zwei neue Transparenzlevel aus der Taufe, eines davon war der General Standard.²³³

Unternehmen, die eine Aufnahme ihrer Aktien in den EU-regulierten Markt anstreben, werden erstmalig in den General Standard aufgenommen.²³⁴ Hier muss der Kandidat die Mindestanforderungen für einen EU-regulierten Markt erfüllen, was das Listing vergleichsweise günstig macht. Der General Standard richtet sich an Unternehmen mit dem Fokus auf nationale Investoren.²³⁵ Im November 2008 zählte er laut Deutscher Börse 324 Unternehmen.²³⁶

229) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/FAQ_OM_ES.pdf, S. 6, Download 26.10.2008.

230) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/FAQ_OM_ES.pdf, S. 6, Download 26.10.2008.

231) Vgl. Bösl, K., 2004, S. 90.

232) Vgl. Bösl, K., 2004, S. 90.

233) Vgl. Meiers Lexikon, In: <http://lexikon.meyers.de/wissen/General+Standard>, Download 01.11.2008.

234) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: <http://www.boerse-frankfurt.de/DE/index.aspx?pageID=44&NewsID=85>, Download 23.10.2008.

235) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/40_stock_market_segmentation/sm_rcm_broschuere.pdf, S. 6, Download 20.10.2008.

236) Stand 31.10.08

237) Vgl. Deutsche Börse, 2008, http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/notescontent/gdb_navigation/market_data_analytics/20_indices/40_statistics_analytics/10_weighting_and_related_values/INTEGRATE/statistic?notesDoc=Kennzahlen+General+AS&expand=1.1, Download 24.10.2008.

4.3.2 Zulassungsvoraussetzungen

Grundsätzlich gelten für die Zulassung im General Standard die Anforderungen des EU-regulierten Marktes. Der regulierte Markt entstand am 1. November 2007 aufgrund des Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetzes als Fusion der bis dato gültigen Marktsegmente Geregelter und Amtlicher Markt.²³⁸

Die wesentlichen Kriterien für die Zulassung am General Standard sind folgende:

Das Unternehmen muss seit mindestens drei Jahren als wirtschaftliche Einheit bestehen und wenigstens drei Jahresabschlüsse veröffentlicht haben (§ 3 BörsZulV).²³⁹ Ein voraussichtlicher Kurswert von mindestens 1,25 Mio. EUR (§ 2 Abs. 1 BörsZulV) darf nicht unterschritten werden, genauso wie die Mindestanzahl der Aktien in Höhe von 10.000 Stück. Die Aktionärsstruktur muss mindestens 25% Streubesitz, den sog. Free Float, aufweisen. Als Zulassungsdokument gilt ausschließlich ein Börsenzulassungsprospekt (Verkaufprospekt). Publikationen sind in Deutsch zu veröffentlichen, für ausländische Emittenten in Englisch.²⁴⁰ Zu den wichtigsten Antragsdokumenten zählen der Zulassungsantrag, mit Unterschrift der begleitenden Kreditinstitute, und ein von der BaFin gebilligter Prospekt, der vor Zulassungsbeschluss veröffentlicht sein muss.²⁴¹ Eine detaillierte Aufstellung der einzureichenden Antragsdokumente ist im Anhang zu finden. Die Mandatierung eines Deutsche Börse Listing Partners erfolgt im Gegensatz zum Entry Standard in diesem Segment auf freiwilliger Basis.²⁴²

4.3.3 Positionierung mit dem Fokus auf nationale Investoren

Mit dem General Standard hat die Deutsche Börse ein Segment auf die Beine gestellt, das auf der einen Seite den Zugang zu einem EU-regulierten Markt ermöglicht und auf der anderen Seite ein vergleichsweise günstiges Listing erlaubt. Damit spricht sie Firmen an, die überwiegend nationale Investoren im Auge haben und Wert auf ein ausführliches Reporting legen.²⁴³ Dies kann sich im Vergleich zum Entry Standard als großer Vorteil erweisen, dürfen doch viele Fonds laut eigener Regularien nicht in gering regulierten Segmenten investieren. Dies erweitert den Anlegerkreis beträchtlich.²⁴⁴ Allerdings ist für Unternehmen im General Standard keine Aufnahme in einen Leitindex wie z.B. den DAX möglich.²⁴⁵

4.3.4 Liquidität und Visibilität

Eine gewisse Handelbarkeit ist in diesem Segment schon von Zulassungsseite durch die vorgeschriebenen 25% Free Float immer sichergestellt. Darüber hinaus führt der Einsatz von Designated Sponsors zu weiterer Verfügbarkeit. Falls die Liquidität der Aktie zu gering ist, besteht sogar eine Pflicht, einen Designated Sponsor zu engagieren, dies gilt generell bei Neuemissionen.²⁴⁶ Zusätzlich stellt auch hier die Deutsche Börse ihre Handelssysteme Parketthandel an der FWB sowie Xetra zur Verfügung.

238) Vgl. In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/allInstruments/gdb_navigation/listing/10_Market_Structure/s20_Markets/50_Official_Market, Download 21.10.2008.

239) Vgl. Bösl, K., 2004, S. 81.

240) Vgl. In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/allInstruments/gdb_navigation/listing/10_Market_Structure/s20_Markets/50_Official_Market, Download 18.10.2008.

241) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/40_stock_market_segmentation/sm_rcm_broschuere.pdf, S. 8, Download 20.10.2008.

242) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/40_stock_market_segmentation/sm_rcm_broschuere.pdf, S. 13, Download 20.10.2008.

243) Vgl. Riess, R., 2006, Maßgeschneiderte Wege an die Börse, In: Börsen Zeitung, Ausgabe Nr. 81, S. 3.

244) Vgl. Schell, Ch., 2008, Handelsblatt, Kleine Firmen bewahren sich an der Börse, S. D3.

245) Vgl. Prätisch, J., 2007, S. 72.

246) Vgl. Bösl, K., 2004, S. 88.

Weitere Visibilität schaffen Indizes. Unternehmen im General Standard werden automatisch im General Standard All Share Index aufgenommen. Außerdem werden die Aktien im marktbreitesten Index, dem CDAX, geführt. Dieser Index umfasst außerdem alle Aktien des Prime Standard.²⁴⁷ Weiterhin steht eine Reihe von Sektorindizes zur Verfügung (siehe auch Punkt 4.1.1.5).²⁴⁸

4.3.5 Zulassungsfolgepflichten

Die Folgepflichten oder Transparenzanforderungen im General Standard gehen deutlich über die im Entry Standard hinaus.

Europäische Unternehmen müssen zwingend in IFRS bilanzieren und ihre Jahresfinanzberichte spätestens nach vier Monaten veröffentlichen. Sie können wahlweise in englischer oder deutscher Sprache publizieren.²⁴⁹ Nur Nicht-EU-Unternehmen haben eine größere Auswahl und können zwischen IFRS, US-GAAP, Canadian GAAP oder Japanese GAAP wählen. Der Halbjahresbericht ist zwei Monate nach Ablauf des Berichtszeitraums vorzulegen. Im regulierten Markt sind die Unternehmen außerdem verpflichtet, Zwischenmitteilungen für die Quartale eins und drei über die allgemeine Finanzlage und wesentliche Ereignisse im Berichtszeitraum zu veröffentlichen. Weiterhin zwingt das WpHG zur Ad-hoc-Publizität, sprich der Veröffentlichung von kursbeeinflussenden Nachrichten. Weitere gesetzliche Anforderungen sind die Offenlegung von Directors' Dealings. Hierbei handelt es sich um Wertpapiergeschäfte von Mitgliedern des Managements börsennotierter Aktiengesellschaften, diesen nahestehenden Personen oder Gesellschaften mit Wertpapieren des eigenen Unternehmens.²⁵⁰ Ebenfalls sind das Pflichtangebot bei Kontrollwechsel nach WpÜG zu beachten sowie die Mitteilungen zu Meldeschwellen. Wenn die Höhe der Anteile von Investoren Schwellengrenzen von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 75% erreichen oder über- bzw. unterschreiten, sind sie verpflichtet, eine Meldung an die BaFin abzugeben, damit ein „Anschleichen“ unterbunden werden kann.²⁵¹



4.4 Prime Standard: Höchste Transparenzstandards

4.4.1 Überblick

Der Prime Standard stellt das höchstregulierte Börsensegment an der Frankfurter Wertpapierbörse dar, sozusagen das Premiumsegment. Seine Anforderungen gehen noch über die im General Standard hinaus, um den Investoren ein höchstes Maß an Transparenz zu bieten. Seit der Gründung 2003 haben sich 400 Unternehmen²⁵² für dieses Segment entschieden, fast so viele wie für Entry- und General Standard zusammen.²⁵³

247) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/40_stock_market_segmentation/sm_rcm_broschuere.pdf, S. 17, Download 26.10.2008.

248) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/40_stock_market_segmentation/sm_rcm_broschuere.pdf, S. 17, Download 20.10.2008.

249) Vgl. In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/all-instruments/gdb_navigation/listing/10_Market_Structure/s20_Markets/50_Official_Market, Download 28.10.2008.

250) Vgl. In: <http://www.wirtschaftslexikon24.net/d/directors-dealing/directors-dealing.htm>, Download 08.11.2008.

251) Vgl. In: <http://www.gesetze-im-internet.de/wphg>, § 21 WpHG, Download 01.11.2008.

252) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 263.

253) Stand 31.10.08

254) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/isg/gdb_navigation/listing/10_Market_Structure/15_transparency_standards/10_prime_standard?active=constituents&module=InConstituents_Index&wp=DE0007203325&wplst=DE0007203325&foldertype=_Index&wbppl=ETR, Download 08.11.08.

4.4.2 Zulassungsvoraussetzungen

Die Zulassung zum Prime Standard setzt die Einbeziehung der Aktien in den General Standard voraus und natürlich die Erfüllung seiner Anforderungen. Ist dies gegeben, kann ein Aufstieg jederzeit erfolgen, auch ohne Mitwirken einer Bank.²⁵⁵ Es genügt der Antrag des Unternehmens bei der Zulassungsstelle der FWB. Allerdings setzt dies voraus, dass keine Umstände bekannt sind, die gegen eine etwaige Einbeziehung sprechen. Das könnten beispielsweise der Antrag auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens oder das Missachten von Folgepflichten anderer Börsensegmente sein.²⁵⁶

4.4.3 Positionierung: Fokus auf internationale Investoren

Mit einem Listing im Prime Standard erfüllen Unternehmen ein Höchstmaß an Transparenzanforderungen, in Europa sogar die höchsten.²⁵⁷ Dies hat besondere Vorteile im Wettbewerb um ausländische Investoren. Sie machen 53% des Xetra-Handelsvolumens aus; rund 21% kommen aus den USA.²⁵⁸ Ausländische Investoren legen gesteigerten Wert auf eine tiefe und zeitnahe Einsicht in das Unternehmen, daher auch die Affinität zu Quartalsberichten.²⁵⁹ Da sie praktisch aus einer schier unendlichen Zahl an weltweiten Investments wählen können, kommt dem Faktor Transparenz eine große Bedeutung zu.

4.4.4 Liquidität und Visibilität

Für die Liquidität des Prime Standards gelten im Grunde fast die gleichen Ausführungen wie im General Standard beschrieben (Punkt 4.1.2.4).²⁶¹ Für größtmögliche Visibilität sorgt im höchsten Transparenzlevel eine Reihe von Leitindizes, für die der Prime Standard Aufnahmevoraussetzung ist.²⁶² Es stehen 62 Industriegruppenindizes, 18 Sektorindizes, 3 All Share Indizes, 2 Benchmarkindizes und 5 Auswahlindizes zur Verfügung. Allen voran der DAX (DAX30) für die 30 größten deutschen Unternehmen. Darauf folgend der MidCap-Index MDAX (die nächst größeren 50), SDAX (die auf MDAX folgenden 50 Unternehmen) und TecDAX (die 30 größten auf den DAX folgenden Technologieunternehmen). Der HDAX ist ein Benchmarkindex. Der CDAX, ein All Share Index, bildet alle Unternehmen im EU-regulierten Markt ab, dementsprechend auch die des General Standards.²⁶³

4.4.5 Zulassungsfolgepflichten

Die Folgepflichten im Prime Standard bauen wie bereits die Zulassungsfolgepflichten auf denen des General Standard auf.

Folgende Punkte müssen zusätzlich geleistet werden: Die Publikation von Quartalsberichten muss spätestens nach zwei Monaten mit Ablauf des Berichtszeitraumes erfolgen.²⁶⁴ Ferner muss ein Unternehmens- oder Finanzkalender im Internet geführt werden. Ihm sollten alle wichtigen Ereignisse des Geschäftsjahres, beispielsweise die Veröffentlichung von Jahreszahlen, Zeitpunkt der Hauptversammlung oder Quartalszahlen, zu entnehmen sein. Weiterhin ist das Ausrichten von mindestens einer Analystenveranstaltung im Jahr Pflicht. Ein letzter Punkt betrifft die Kommunikation des

255) Vgl. Bösl, 2004, S. 84.

256) Vgl. Bösl, 2004, S. 85.

257) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 264.

258) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 263f.

259) Vgl. Bösl, K., 2004, S. 86.

260) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 264.

261) Vgl. Bösl, K., 2004, S. 88.

262) Vgl. Deutsche Börse, 2008, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/allinstruments/gdb_navigation/listing/10_Market_Structure/15_transparency_standards/10_prime_standard, Download 28.10.2008.

263) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 271.

264) Vgl. Bösl, K., 2004, S. 86.

Unternehmens. Alle Publikationen müssen in deutscher und englischer Sprache verfügbar sein.²⁶⁵ Dies unterstreicht den internationalen Charakter dieses Segmentes.

4.5 Zwischenfazit – Einführung des Entry Standards

Mit der Einführung des Entry Standards hat die Deutsche Börse die sprichwörtliche Insel im Open Market geschaffen. Mit den zusätzlichen Informationspflichten über die des Open Market hinaus heben sich die dort gelisteten Unternehmen von der Masse des ehemaligen Freiverkehrs ab.

Damit sortiert sich der Entry Standard unterhalb des General- und Prime Standards in die Produktpalette der Deutschen Börse ein und rundet diese in Bezug auf die Transparenzlevel „nach unten“ ab. Auch sein Name ist wohl gewählt. Lässt er doch keinen Zweifel daran, dass es sich hier um ein Einstiegssegment handelt und welche Zielgruppe damit avisiert wird. Diese kann schon für relativ günstige Konditionen (mit Exposé) erste Gehversuche auf dem Börsenparkett wagen. Dass der Markt die Anstrengungen der Börse honoriert, ein Wachstumssegment zu schaffen, zeigt die Zahl der Listings. Auch auf der Anlegerseite zeigt sich reges Interesse. Es bleibt aber festzuhalten, dass fast ausschließlich Institutionelle Investoren im Entry Standard operieren, was sich durch das erhöhte Risiko erklären lässt. Gleichwohl bleibt im Ergebnis festzuhalten, dass sich der Entry Standard aufgrund der positiven Entwicklung der Notierungen sehr gut im Markt etabliert hat.

5 Bewertung von Neuemissionen und die Preisfindung an der Börse

Das folgende Kapitel soll einen Einblick geben, wie und unter Zuhilfenahme welcher Verfahren Unternehmen an der Börse bewertet werden. Die hier vorgestellten Methoden sind außerdem wichtig für das Grundverständnis der sich anschließenden empirischen Untersuchung. Ob vor, während oder nach einem Börsengang, ein Unternehmen wird sich immer wieder mit der Frage auseinandersetzen müssen: „Was ist mein Unternehmen eigentlich wert?“ Auch wenn der Preis nur in Ausnahmefällen den Ausschlag pro oder contra Börsengang geben wird, spielt doch das Thema Bewertung eine immer wichtigere Rolle und ist Gegenstand in jeder Phase des Emissionsprozesses.²⁶⁶ Um den Wert einer Firma zu eruieren, empfiehlt sich ein Blick in die Bilanz und die Erfolgsrechnung. Die Bilanz zeigt den Substanzwert einer Firma, also Vermögen abzüglich Schulden.²⁶⁷ Die Erfolgsrechnung beinhaltet den dazugehörigen Gewinn. Aus diesem kann der Ertragswert einer Firma ermittelt werden.²⁶⁸ Die Ertragswertmethode galt in der deutschen Bewertungspraxis lange als vorherrschendes Verfahren und war nach gängiger Lehrmeinung deutlich aussagekräftiger als der Substanzwert.²⁶⁹ Mitte der 90er Jahre wurde die Ertragswertmethode zunehmend von der angelsächsischen Discounted-Cashflow-Methode (DCF) abgelöst, die den Fokus nicht mehr auf den Gewinn, sondern auf zukünftige Zahlungsströme (Free Cashflows) legte.²⁷⁰

Im Vorfeld des Going Public führen alle beteiligten Akteure Unternehmensbewertungen durch. Mit großer Wahrscheinlichkeit werden die meisten bei gleichem Bewertungsverfahren zu verschiedenen Ergebnissen kommen.²⁷¹ Der Grund liegt in den Ermessensspielräumen, die viele Modelle gewähren, vor allem in Bezug auf die zukünftige Entwicklung, die je nach Interessenlage unterschiedlich ausgelegt werden kann.²⁷² Die objektiveren Resultate liefert hier die Bewertung durch die Börse. Sie gilt als effizient und transparent. Jeder Kurs stellt praktisch den Durchschnitt von Hunderten von Einzelbewertungen dar.²⁷³

Im Folgenden soll ein Überblick über die Preisfindung von Neuemissionen und die gängigsten Bewertungsverfahren in der Praxis gegeben werden.

5.1 Preisfindung von Neuemissionen

Die Preisfindung im IPO-Prozess ist von einem elementaren Interessenkonflikt determiniert. Auf der einen Seite stehen die Investoren, die auf günstige Einstiegspreise mit der Chance auf eine erfolgreiche Sekundärmarktentwicklung spekulieren.²⁷⁴²⁷⁵ Auf der anderen Seite befinden sich Emittent und Altgesellschafter, die nach möglichst hohen Emissionskursen streben, um den maximalen Preis für das ihnen zufließende Kapital zu erzielen.²⁷⁶

265) Vgl. Deutsche Börse, 2008, General Standard und Prime Standard, Zugang zum europäischen Kapitalmarkt, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/impoted_files/public_

files/10_downloads/33_going_being_public/40_stock_market_segmentation/sm_rcm_broschuere.pdf, S. 7, Download 20.10.2008.

266) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 277.

267) Vgl. Seppelfricke, P., 2007, S. 3.

268) Vgl. Fueglistaller, U., 2008, S. 159.

269) Vgl. Fueglistaller, U., 2008, S. 153.

270) Vgl. Mensch, G., 2002, S. 252.

271) Vgl. Küting, K., 2000, S. 189.

272) Vgl. Witte, S., 2007, S. 22.

273) Vgl. Voigt, C., 2005, S. 23.

274) Definition Sekundärmarkt: Markt für bereits im Umlauf befindliche Wertpapiere.

275) Vgl. Blättchen, W. 1999, S. 128.

276) Vgl. Blättchen, W. 1999, S. 128.

Zwischen beiden Stühlen sitzt die Konsortialbank. Sie steuert die Emissionspreisfindung und Platzierung in der Endphase.²⁷⁷ Dabei versucht die Bank das Platzierungsrisiko zu minimieren, also nach Möglichkeit alle Aktien in den Markt zu geben und damit auch ihre Reputation als Emissionsbank zu bestätigen. Dies würde durch niedrige Kurse begünstigt. Auf der anderen Seite muss sie aber auch die Interessen ihrer Unternehmenskunden vertreten. Diese wünschen sich eine gegenläufige Entwicklung. Darüber hinaus ist die Provision der Konsortialbank an die Höhe des Emissionskurses geknüpft, weshalb man der Bank unterstellen könnte, dass sie naturgemäß ebenfalls zu hohen Preisen tendiert. Um einen Interessenausgleich aller Seiten herzustellen, versucht sie in der Regel einen fairen Marktwert zu ermitteln. Dieser wird auf Basis der Due Diligence festgesetzt.²⁷⁹ Für eine breite Kapitalmarktakzeptanz muss der ermittelte Unternehmenswert grundsätzlich die Fundamentaldaten des Unternehmens widerspiegeln.²⁸⁰ Eine Preisspanne wird im Pre-Marketing unter Einbeziehung von Institutionellen Investoren und auf Basis der Bankenbewertung festgelegt.²⁸¹ Daran schließt sich das öffentliche Bookbuilding-Verfahren an, in welchem die Privataktionäre ihre Zeichnungsaufträge übermitteln und damit die Preisspanne weiter einengen.²⁸² Der letztendliche Emissionskurs wird anschließend in Kooperation mit dem Emittenten von der Konsortialbank festgelegt.²⁸³

5.2 Verfahren der Unternehmensbewertung im IPO-Prozess

Die unterschiedlichen Bewertungsanlässe haben eine große Anzahl von Bewertungsverfahren entstehen lassen. Diese lassen sich häufig in zwei Ansätze gliedern:²⁸⁴

- Multiplikatorverfahren
- Fundamentalverfahren

5.2.1 Multiplikatorverfahren

Ein vergleichsweise unkompliziertes Bewertungsverfahren stellt die Multiplikatormethode dar. Sie zeichnet sich durch geringe Komplexität und hohe Marktnähe aus und bietet sich besonders bei fehlenden Plandaten oder der Bewertung bei Börseneinführungen an.²⁸⁵ Des Weiteren wird sie genutzt, um erste Anhaltspunkte für den Wert einer Unternehmung zu erlangen oder zusätzlich als Instrument der Plausibilitätsprüfung bei Bewertungen auf Basis von Ertragswert- oder DCF-Methoden.²⁸⁶ Die Bewertung erfolgt anhand von Vergleichsunternehmen der sog. Peergroup.²⁸⁷ Marktvergleiche haben gezeigt, dass Anleger bereit sind, für gewisse Eigenschaften von Unternehmen eine höhere Prämie zu zahlen.²⁸⁸ Dies können beispielsweise Technologie-, Biotechnologie- oder aber ganz aktuell Werte aus dem Bereich erneuerbarer Energien, sprich Solar- oder Windkraft sein. Das sollte bei der Beurteilung und der Wahl der Peergroup berücksichtigt werden.

Eine solche Bewertung vollzieht sich in der Regel in sechs Schritten.²⁸⁹

- Ermittlung der Peergroup
- Auswahl der aussagekräftigsten Kenngröße/n (z.B. Kurs/Gewinn-Verhältnis)
- Ermittlung der Multiplikatoren für die Peergroup

277) Vgl. Deutsche Börse, 2005, S. 277.
278) Vgl. Blättchen, W. 1999, S. 128.
279) Vgl. Arlinghaus, O., 2001, S. 64.
280) Vgl. Harrer, H., 2001, S. 215.
281) Vgl. Harrer, H., 2001, S. 215.
282) Vgl. Harrer, H., 2001, S. 215.
283) Vgl. Kurth, A., 2005, S. 78.

284) Vgl. Arlinghaus, O., 2001, S. 65.
285) Vgl. Seppelfricke, P., 2007, S. 142.
286) Vgl. Seppelfricke, P., 2007, S. 141ff.
287) Vgl. Arlinghaus, O., 2001, S. 65f.
288) Vgl. Seppelfricke, P., 2007, S. 143.
289) Vgl. Arlinghaus, O., 2001, S. 66f.

- Eliminierung von Extremwerten (z.B. durch Nutzung des Medians)
- Bereinigung länderspezifischer Unterschiede (verschiedene Währungen beachten)
- Ermittlung des Eigenkapitalwertes²⁹⁰

Dabei wird grundsätzlich auf die folgende Formel zurückgegriffen:

$$\text{Unternehmenswert} = \text{Kenngröße des zu bewertenden Unternehmens} * \frac{\text{Kurs/Kenngröße des Vergleichsunternehmens}}{\text{Kurs/Kenngröße des Vergleichsunternehmens}}$$

Abbildung 6: Formel für den Unternehmenswert im Multiplikatorverfahren

Zu den wichtigsten Multiplikatoren gehört das Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) bzw. Price Earnings Ratio (PER). Daneben gibt es andere wichtige Kenngrößen: das Kurs/Umsatz-Verhältnis (KUV), das Verhältnis von Enterprise Value (Marktkapitalisierung plus Nettoverschuldung) zu EBIT (Earnings before Income and Tax) oder EBITDA (Earnings before Income, Tax, Depreciation and Amortisation) sowie das Price Earnings Growth Ratio (PEG).²⁹¹

Pragmatische Herangehensweisen wie die dargestellten bergen allerdings auch Nachteile in sich. Die nicht wissenschaftlich fundierte Multiplikatormethode ist generell sehr anfällig für Manipulationen, besonders bezüglich der Peergroup.²⁹² Schon mit der Auswahl der Vergleichsunternehmen kann das spätere Ergebnis beeinflusst werden, ebenso mit dem Unterlassen von nötigen Bereinigungen. Darüber hinaus werden in diesem Verfahren wertbeeinflussende Faktoren, wie z.B. Qualität des Managements, Marktstellung oder Produktportfolio, nicht explizit in die Beurteilung eingebunden.²⁹³

Für den Einsatz von Multiplikatoren sprechen im Wesentlichen drei Gründe:²⁹⁴

- Der Faktor Zeit, meist ist die Bewertung in der Regel rasch verfügbar
- Die Verwendung von Marktpreisen. Es geht eine Vielzahl von Einflussfaktoren gleichzeitig in die Bewertung ein.
- Die hohe Akzeptanz bei professionellen Anlegern

5.2.2 Fundamentalanalyse mit dem Discounted-Cashflow-Verfahren

Von den Fundamentalverfahren hat sich das Discounted-Cashflow-Verfahren in der Praxis weltweit als Kapitalmarktstandard etabliert.²⁹⁵ Das Prinzip dieser Methode klingt in der Theorie recht einfach, doch bringt es in der Praxis eine Reihe von Unwägbarkeiten mit sich. Der Analyst prognostiziert beim DCF-Verfahren die zukünftige finanzielle Entwicklung des Unternehmens und berechnet anhand der Renditeerwartungen der Kapitalgeber den Gegenwartswert der zukünftigen Erfolge.²⁹⁶

Grundsätzlich unterscheidet das DCF-Verfahren drei Ansätze: die Equity-Methode, die Entity-Methode und die Adjusted-Present-Value oder APV-Methode.²⁹⁷

290) Vgl. Angelehnt an Arlinghaus, O., 2001, S. 66f.
291) Vgl. Harrer, H., 2001, S. 220.
292) Vgl. Arlinghaus, O., 2001, S. 71.
293) Vgl. Arlinghaus, O., 2001, S. 71.

294) Vgl. Seppelfricke, P., 2007, S. 170f.
295) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 285.
296) Vgl. Seppelfricke, P., 2007, S. 21.
297) Vgl. Arlinghaus, O., 2001, S. 73.

Nachstehend wird hier die Entity-Methode vorgestellt, welche in der Bewertungspraxis die größte Verbreitung findet. Sie prognostiziert die zukünftigen freien, d.h. vom Kapitalgeber entnehmbaren Cashflows. Diese werden in der Praktikerformel definiert als periodischer Überschuss der Einzahlungen über die Auszahlungen des operativen Geschäftes.²⁹⁸ Die Cashflows werden in einer Detailprognose, die meist dem Planungshorizont der strategischen Planung entspricht, beispielsweise die nächsten acht bis zehn Jahre, fortgeschrieben.²⁹⁹ 300 Anschließend wird in einer sog. Residual-Periode, auch Terminal Value genannt, der Unternehmenswert vom letzten Jahr (z.B. T10) bis in die Unendlichkeit prognostiziert, wobei ein jährlicher Anstieg unterstellt wird (ewige Rente).³⁰¹ Dabei entsteht ein fiktives elftes Jahr. Die in dieser Form aufgestellte Zahlenreihe wird anschließend mit den Renditeerwartungen der Kapitalgeber (Opportunitätskosten) abgezinst, um auf den heutigen Wert (Barwert) zu kommen. Dabei stellt das Wissen über die Höhe der Renditeerwartungen eine besondere Herausforderung dar. Auf der Eigenkapitalseite wird sie mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model) bestimmt, welches die Faktoren Marktpreis des Risikos und individueller Risikofaktor Beta zusammensetzt. Hier besteht aber die Krux für Börsenneulinge, dass die Ermittlung eines Betafaktors für nicht börsennotierte Unternehmen nur schwer möglich ist. Deshalb behilft man sich bei der Bemessung der individuellen Eigenkapitalkosten, indem man diese von „gleichwertigen“ börsennotierten Unternehmen nimmt. Für die Ermittlung des langfristigen Fremdkapitalsatzes orientiert man sich in der Regel an Anleihen des zu bewertenden Unternehmens oder anderer Unternehmen mit gleichem Rating. Die Erwartungen von Eigen- und Fremdkapitalgebern gewichtet man im Folgenden unter Zuhilfenahme der Kapitalstruktur und kommt zu einem Diskontierungszinssatz, der die Erwartungen aller Kapitalgeber repräsentiert, dem sog. WACC (Weighted Average Cost of Capital). Die Zeitreihe wird daraufhin mit diesem Abzinsungsfaktor diskontiert und aufsummiert, und anschließend wird das Fremdkapital subtrahiert. Das Ergebnis ist der Marktwert des Eigenkapitals, auch Shareholder Value genannt.³⁰⁶

Folgendes Schaubild stellt diesen Vorgang bildlich dar:³⁰⁷

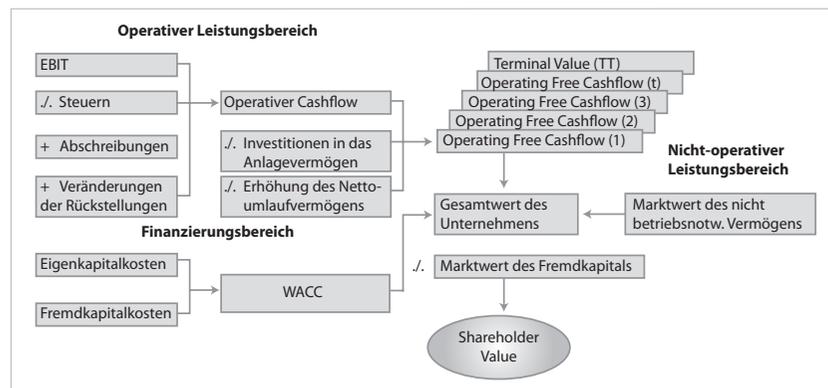


Abbildung 7: Ermittlung des Shareholder Value

298) Vgl. In: www.wirtschaftslexikon24.net/d/cash-flow/cash-flow.htm, Download 28.10.2008.

299) Vgl. Blättchen, W., 1999, S. 158.

300) Vgl. Arlinghaus, O., 2001, S. 74.

301) Vgl. Harrer, H., 2001, S. 225.

302) Vgl. Arlinghaus, O., 2001, S. 77.

303) Vgl. Blättchen, W., 1999, S. 159.

304) Vgl. Blättchen, W., 1999, S. 160.

305) Vgl. Blättchen, W., 1999, S. 160.

306) Vgl. Seppelfricke, P., 2007, S. 25f.

307) Vgl. Seppelfricke, P., 2007, S. 26.

Auch die Bewertung von Neuemissionen nach dem DCF-Verfahren kommt nicht ganz ohne Vergleichsunternehmen aus und unterliegt deshalb derselben subjektiven Auswahl wie bereits im Multiplikatorverfahren angesprochen. Darüber hinaus weisen die Bewertungsergebnisse eine hohe Sensibilität bezüglich der zu Grunde gelegten Annahmen über die Kapitalkosten, Wachstumsraten, Margenentwicklung und Investitionen auf.³⁰⁸ Dies ist besonders prekär mit Blick auf den Terminal Value. Er macht einen erheblichen Teil des Gesamtwertes aus. Bei ihm wirken sich die eben genannten Faktoren besonders stark auf den Unternehmenswert aus.³⁰⁹

Gleichwohl votiert die Deutsche Börse eindeutig für das DCF-Verfahren.³¹⁰ Es liefert bei korrekter Anwendung im Ergebnis einen sachlich richtigen Unternehmenswert und weist die geringste Abhängigkeit von Kursschwankungen am Aktienmarkt auf.³¹¹ 312 Ein weiterer wesentlicher Vorteil besteht darin, dass alle beliebigen Branchen und Unternehmenssituationen bei gleichzeitiger Betrachtung eines langen Planungszeitraums erfasst werden.³¹³

5.3 Finanzanalyse mittels Fundamentalkennzahlen

Ihre einfache Berechnung, in Verbindung mit der hohen Aussagekraft, hat Kennzahlen zu einem der wichtigsten Analyseinstrumentarien in der Praxis werden lassen.³¹⁴ Küting definiert Kennzahlen als hochverdichtete Maßgrößen, die als absolute oder relative Zahlen in konzentrierter Form über einen zahlenmäßig erfassbaren Sachverhalt Aufschluss geben.³¹⁵ Obwohl sie zur vergangenheitsorientierten Finanzanalyse zählen, liefern sie doch auch wichtige Erkenntnisse für zukünftige Erfolge. Nur wer wichtige Erfolgsfaktoren erkennt und ihre Folgen abschätzen kann, wird auch verlässliche Erfolgsprognosen geben können.³¹⁶ Die Finanzanalyse mittels Kennzahlen beurteilt die Erfolgs- und Liquiditätslage eines Unternehmens und beleuchtet zuallererst die operative Situation. Dabei erfüllt sie für den externen Analysten drei wichtige Aufgaben:³¹⁷

Informieren und Analysieren

Durch einen Blick in die Vergangenheit des Unternehmens, die Entwicklung von Erfolgs- und Strukturkennzahlen und ihre kritische Würdigung ist der Bewertende in der Lage, Faktoren aufzuspüren, die für den zukünftigen Erfolg von Relevanz sein könnten.

Bewertung der Prognose

Die Finanzanalyse ermöglicht es, gestellte Prognosen für die Zukunft auf ihre Plausibilität zu prüfen. Gerade in Bezug auf das DCF-Verfahren ist dies von erhöhter Bedeutung.

Informationen für Bewertungsvergleich

Kennzahlen stellen die Grundvoraussetzung für das unter 5.2.1 vorgestellte Multiplikatorverfahren dar. Darüber hinaus ist es für die Auswahl der Peergroup wichtig, die Charakteristika der Unternehmen zu kennen. Nur so lassen sich homogene Gruppen auswählen und ggf. Bewertungsab- bzw. -zuschläge einzelner Kandidaten rechtfertigen.

308) Vgl. Harrer, H., 2001, S. 227.

309) Vgl. Arlinghaus, O., 2001, S. 81.

310) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 286.

311) Vgl. ebenda, S. 286.

312) Vgl. Harrer, H., 2001, S. 227.

313) Vgl. Deutsche Börse, 2006, S. 286.

314) Vgl. Küting, K., 2000, S. 23.

315) Vgl. Küting, K., 2000, S. 23.

316) Vgl. Seppelfricke, P., 2007, S. 187.

317) Vgl. Seppelfricke, P., 2007, S. 189.

Die Finanzanalyse beginnt in der Regel mit der Aufbereitung des Zahlenmaterials aus der Bilanz sowie der Gewinn- und Verlustrechnung. Daran schließt sich die Bildung der Kennzahlen an. Absolute Zahlen werden auch Grundzahlen genannt und geben an, aus wie vielen Elementen eine näher bezeichnete Menge besteht.³¹⁸ Dies sind z.B. Umsatzerlöse, Cashflow oder Bilanzsumme.³¹⁹ Relative Zahlen hingegen bestehen aus dem Verhältnis von zwei absoluten Zahlen. Bei der Bildung ist ein sinnvoller innerer Zusammenhang vonnöten. Sie werden meist prozentual ausgewiesen und zeigen dann die Relation einzelner Größen zueinander.³²⁰ Bekannte Größen sind die Eigenkapitalquote, Gesamtkapitalrendite oder der Verschuldungsgrad. Ob absolute oder relative Zahl, beide nehmen Bezug auf Daten des Jahresabschlusses und fassen so Zahlen und Positionen aus der Bilanz oder Gewinn- und Verlustrechnung zusammen. Sie werden des Weiteren unterteilt in Gliederungszahlen, Beziehungszahlen oder Indexzahlen.³²¹

Um eine Kennzahl adäquat beurteilen zu können, muss man sie mit empirischen oder normativen Größen in ein Verhältnis setzen.³²² Folgende Vergleichsmöglichkeiten bieten sich an: Zeitvergleich, Betriebsvergleich und Soll-Ist-Vergleich.³²³

Um einen möglichst hohen Informationsgehalt zu erlangen, hat sich das Erstellen von Kennzahlensystemen etabliert.³²⁴ Hierbei wird eine Reihe von einzelnen Kennzahlen im Rahmen einer Strukturierung zu einer Gesamtaussage zusammengefasst. Dadurch kann das Risiko, Einzelinformationen zu übersehen, deutlich reduziert werden.³²⁵

Die bekanntesten, häufig auch als Steuerungsinstrumente in Unternehmen eingesetzten Systeme sind:

- das Du-Point-Kennzahlensystem,
- das ZVEI-Kennzahlensystem,
- das RL-Kennzahlensystem

Eine Auswahl wichtiger Kennzahlen geordnet nach Erfolgs- und Liquiditätsanalyse zeigt das folgende Schaubild:³²⁶

Kennzahlen der Unternehmensanalyse	
Erfolgsanalyse	Liquiditätsanalyse
absolute Kennzahlen	absolute Kennzahlen
<ul style="list-style-type: none"> • EBIT • NOPAT • (bereinigter) Jahresüberschuss • Betrieblicher Übergewinn EVA 	<ul style="list-style-type: none"> • Cashbestand • EBITDA • Cash Earnings • Operativer Cashflow
relative Kennzahlen	relative Kennzahlen
<ul style="list-style-type: none"> • Umsatzrentabilität • Kapitalrentabilität • Eigenkapitalrentabilität (ROE) • Gesamtkapitalrentabilität (ROC) • Betriebskapitalrentabilität (ROI, ROCE) 	<ul style="list-style-type: none"> • Liquiditätsgrade • Kapitalstruktur • Vermögensstruktur • Innenfinanzierungskraft • Dynamischer Verschuldungsgrad

Abbildung 8: Systematik für Kennzahlen der Unternehmensanalyse

318) Vgl. Preißler, P., 2008, S. 12.

319) Vgl. Küting, K., 2000, S. 24.

320) Vgl. Küting, K., 2000, S. 25.

321) Vgl. Seppelricke, P., 2007, S. 190.

322) Vgl. Seppelricke, P., 2007, S. 191.

323) Vgl. Küting, K., 2000, S. 43ff.

324) Vgl. Küting, K., 2000, S. 27.

325) Vgl. Küting, K., 2000, S. 27.

326) Vgl. angelehnt an Seppelricke, P., 2007, S. 192.

Teil II

6 Ausgangssituation Empirische Untersuchung

6.1 Zielsetzung

Ziel der in den folgenden Abschnitten ausgeführten Untersuchung sind Erkenntnisse der fundamentalen Entwicklung der Kennzahlen von Börsenneulungen im Entry Standard und ihres Einflusses auf die Kursperformance des jeweiligen Unternehmens. Die Kursperformance wird hier auch als Kursrendite definiert, weil sie den Erfolg der Kursentwicklung widerspiegelt. Im ersten Schritt wird eine Analyse der Kursentwicklung der Neuemittenten des Entry Standards der Jahre 2005 und 2006 mit einer Vergleichsgruppe des Prime Standards durchgeführt. Daran schließt sich eine Betrachtung der Fundamentalkennziffern im Zeitraum vor und nach dem Börsengang an. In der darauf folgenden dritten Untersuchung soll analysiert werden, ob ein messbarer Zusammenhang zwischen den beobachteten Kennzahlen und der Entwicklung der Kursperformance der Stichprobe besteht.

6.2 Auswahl der Stichprobe und Konzeption

Die Stichprobe umfasst alle Börsengänge der Jahre 2005 und 2006, die offiziell auf der Internetseite der Deutschen Börse als Öffentliches Angebot publiziert wurden.³²⁷ Aufgrund der abweichenden Art der Bilanzierung im Vergleich zu Industrieunternehmen wurden keine klassischen Finanzdienstleister mit in die Untersuchung aufgenommen. Im Jahr der Einführung des Entry Standard (2005) gingen diesen Kriterien zufolge vier Unternehmen an die Börse, 2006 folgten weitere 18 Firmen. Damit umfasst die Stichprobe dieser Auswertung 22 Unternehmen. Aufgrund der überschaubaren Zahl der Neuemissionen konnte keine Differenzierung nach Branchen vorgenommen werden. Die Vergleichsgruppe des Prime Standard umfasst 39 Unternehmen (10 aus 2005 und 29 aus 2006). Durch die unterschiedliche Anzahl an Börsengängen in den Transparenzlevel werden im Folgenden die Aussagen immer nominal und zusätzlich relativ zur Anzahl der Summe ausgewiesen. Elf der 22 Unternehmen im Entry Standard bilanzieren nach HGB, die übrigen Firmen der Stichprobe sowie Vergleichsgruppe nach IFRS. In Bezug auf die Rechnungslegung wurde keine Anpassung des Zahlenmaterials vorgenommen. Dadurch kann eine gewisse Gefahr von Diskrepanzen in den Ergebnissen nicht ausgeschlossen werden. Dies wurde durch den Autor als Problem erkannt, konnte aber im Hinblick auf Umfang und Komplexität der Arbeit nicht weiter berücksichtigt werden.

327) Vgl. Deutsche Börse, In: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/ers/gdb_navigation/listing/ers_query/M_Boersengaenge.kir?boersengang=1, Download 07.12.2008.

6.3 Datenbasis und -aufbereitung

Die in die folgende Analyse eingeflossenen Jahresabschlussdaten sowie das Zahlenmaterial, welches der Kursentwicklung zu Grunde liegt, stammen aus verschiedenen Quellen. Grundsätzlich liegen die Wertpapierprospekte der Unternehmen in Papier- oder elektronischer Form (pdf) vor. Darüber hinaus wurde ein Teil der Daten unter Zuhilfenahme von Internetanbietern erhoben. Hier wurde zum größten Teil auf folgende Dienstleister zurückgegriffen:

- www.handelsblatt.de
- www.onvista.de
- <http://moneycentral.msn.com>

Für die statistischen Auswertungen wurde das Zahlenmaterial in die Programme MS Excel und SPSS übertragen. Unter Zuhilfenahme dieser Programme wurden die Daten analysiert und ebenfalls auch die Grafiken erstellt. Sofern nicht anders angegeben, wurden Zahlen und Daten im Zeitraum Okt-Dez/2008 erhoben.

6.4 Angaben zur Emission

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick der analysierten Unternehmen, geordnet nach den Kriterien Börsensegment und Alphabet:

Erster Börsentag	Transparenzlevel	Unternehmen	Konsortialführer	Emmissionsvol. (Mio. EUR)	Emissionsspanne (EUR)	Emissionskurs (EUR)	Erster Kurs (EUR)	Underpricing (%)
08.11.06	ES	Asknet	Viscardi Group	21,6	8,00–10,50	9,0	9,1	98,9
26.01.06	ES	Bavaria Industriekapital	Concord Effekten	15,0	22,00–26,00	26,0	28,9	90,0
05.04.06	ES	Bio-Gate	Equinet	16,4	19,00–21,00	21,0	33,5	62,7
06.10.06	ES	CFI-Fairpay	Concord Effekten	9,8	36,00–40,00	39,0	39,2	99,5
25.10.05	ES	Design-Bau	WestLB	18,6	18,00–20,00	20,0	19,1	104,7
12.05.06	ES	Digital Identif. Solut.	DZ Bank	18,8	16,80–19,80	19,0	19,1	99,5
29.03.06	ES	Ecotel Communication	Baader Wertpapierbank	17,9	14,00–17,00	17,0	17,4	97,8
01.12.05	ES	Eutrex	CCB	8,3	10,00–12,00	10,5	10,2	102,9
23.05.06	ES	Geneart	WestLB	23,2	14,00–29,00	27,0	27,0	100,0
24.05.06	ES	Hamb. Immo. AG	AXG Investmentbank	10,5	18,00–21,00	18,0	17,0	105,9
11.07.05	ES	IFA Systems	Concord Effekten	4,6	27,50–30,50	30,5	33,5	91,0
31.05.06	ES	Impreglon	Baader Wertpapierbank	12,7	6,45–6,65	6,5	5,3	122,6
18.04.06	ES	Klicktel	Quirin Bank	14,4	13,00–15,50	15,0	15,5	96,8
26.10.06	ES	LipoNova	VEM Aktienbank	7,5	29,00–33,00	30,0	28,0	107,1
22.09.06	ES	Manz Automation	LBBW	14,8	19,00–22,00	19,0	19,0	100,0
09.05.06	ES	MBB Industries	WestLB	17,5	8,50–9,80	9,5	9,9	96,0
26.10.06	ES	Muehlhan	WestLB	53,4	5,80–7,80	5,8	5,9	99,1
24.11.06	ES	Nabaltec	HVB	51,7	14,50–17,50	15,5	16,5	93,9
18.10.06	ES	Nanogate	VEM Aktienbank	19,3	28,00–32,00	32,0	32,3	99,1
29.12.05	ES	Plan Optik	Baader Wertpapierbank	3,2	17,00–21,00	20,0	22,0	90,9
11.05.06	ES	Roth & Rau	LBB	47,7	32,00–36,00	36,0	43,5	82,8
02.06.06	ES	YOC	Sal. Oppenheim	18,7	18,00–21,00	18,0	19,0	97,7

Erster Börsentag	Transparenzlevel	Unternehmen	Konsortialführer	Emmissionsvol. (Mio. EUR)	Emissionsspanne (EUR)	Emissionskurs (EUR)	Erster Kurs (EUR)	Underpricing (%)
11.05.06	PS	Air Berlin	Commerzbank	443,5	11,50–14,50	12,0	12,7	94,9
14.07.06	PS	Aleo Solar	Commerzbank	86,2	13,50–16,50	13,5	13,5	100,0
08.12.06	PS	Alta Fides	Quirin Bank	55,3	17,00–21,00	17,0	17,0	100,0
04.07.06	PS	Bauer	Deutsche Bank	148,7	16,50–21,50	16,8	16,6	100,9
23.09.06	PS	BDI Biodiesel	Sal. Oppenheim	83,4	53,00–62,00	58,0	58,5	99,1
04.05.06	PS	C.A.Toil	Dresdner Kleinwort	293,3	12,50–15,00	15,0	17,2	87,2
17.03.05	PS	Conergy	Deutsche Bank	243,0	48,00–54,00	54,0	71,0	76,1
29.09.06	PS	CropEnergies	Deutsche Bank	224,0	08,00–10,75	8,0	7,5	106,0
26.10.06	PS	Delticom	Dresdner Kleinwort	40,8	33,00–45,00	36,0	37,0	97,3
23.06.06	PS	Demag Cranes	Goldman Sachs	270,6	26,00–31,00	22,0	22,3	98,7
30.09.05	PS	Ersol	Deutsche Bank	153,7	36,00–42,00	42,0	65,0	64,6
30.11.06	PS	Francofyp-Postalia	Cazenove	161,7	18,00–22,50	19,0	19,0	100,0
19.10.06	PS	Gagfah	Deutsche Bank	852,8	17,00–19,00	19,0	22,0	86,4
04.10.06	PS	GWB Immobilien	VEM Aktienbank	17,6	12,50–17,50	12,5	12,5	100,0
28.07.06	PS	Itn nanovation	Commerzbank	27,6	20,00–25,00	20,0	25,0	80,0
01.11.05	PS	Jerini	CSFB	49,6	03,20–03,60	3,2	3,1	103,2
28.06.06	PS	Klöckner & Co.	UBS	296,0	15,00–18,00	16,0	15,0	106,7
25.10.06	PS	LHS	WestLB	41,8	08,00–08,50	8,0	8,5	94,1
06.04.06	PS	Magix	Dresdner Kleinwort	75,3	13,40–16,40	16,4	16,4	100,0
06.06.05	PS	MTU Aero Engines	UBS	748,7	19,00–22,00	21,0	21,9	95,9
07.12.06	PS	Open BC (Xing)	Deutsche Bank	75,3	30,00–38,00	30,0	30,0	100,0
11.02.05	PS	Paion	UBS	46,0	08,00–14,00	8,0	8,0	100,0
31.03.06	PS	Patrizia Immobilien	Deutsche Bank	402,7	15,80–18,50	18,5	21,5	86,0
06.11.06	PS	Petrotec	UBS	107,5	17,00–22,00	17,0	17,0	100,0
18.11.05	PS	Praktiker	JP Morgan	500,3	14,00–15,00	14,5	14,9	97,3
09.03.05	PS	Premiere	Hypo Vereinsbank	1.178,5	24,00–28,00	28,0	30,5	91,8
13.02.06	PS	Primion Technology	Equinet	40,6	13,50–14,50	14,5	14,8	98,3
05.10.05	PS	QCells	Citigroup	313,2	35,00–38,00	19,0	49,0	38,8
06.04.06	PS	SAF	BNP Paribas	47,9	13,40–17,60	17,6	17,2	102,3
24.05.06	PS	Schmack Biogas	Hypo Vereinsbank	71,3	28,00–34,00	31,0	33,0	93,9
01.12.06	PS	SKW Stahl-Metallurgie H.	Viscardi Group	55,0	27,50–32,50	29,0	29,1	99,8
20.07.06	PS	Smartrac	UBS	59,5		17,0	17,0	100,0
11.12.06	PS	Symrise	Deutsche Bank	1.379,8	15,75–17,75	17,3	17,3	100,0
17.11.05	PS	Thielert - Insolvent	Dresdner Kleinwort	142,2	12,00–14,00	13,5	13,5	100,0
12.10.05	PS	Tipp 24	Deutsche Bank	85,8	16,50–20,50	20,5	20,0	102,5
16.10.06	PS	Verbio Vereinigte BioEnerg.	Credit Suisse Sec.	263,9	14,00–15,00	14,5	15,0	96,7
10.05.06	PS	Viscom	Equinet	53,7	17,20–18,50	18,5	20,4	90,7
10.04.06	PS	Wacker Chemie	Morgan Stanley	1.200,0	70,00–80,00	80,0	90,0	88,9
13.11.06	PS	Willex	WestLB	63,5	13,80–15,80	13,8	13,8	100,0

Tabelle 3: Liste Unternehmen in der Untersuchung

7 Analyse der Kursperformance im Zeitvergleich

7.1 Zielsetzung und Methodik der Analyse

Die hier vorgenommene Analyse der Kursperformance dient dem Ziel, mögliche Unterschiede in der Kursentwicklung von Entry-Standard-Unternehmen zur Vergleichsgruppe aus dem Prime Standard zu prüfen sowie deren Entwicklung im Zeitverlauf zu untersuchen. Hierfür wird der Kursverlauf der Untersuchungs- sowie der Vergleichsgruppenunternehmen über vier Untersuchungszeiträume (6, 12, 18 und 24 Monate) beobachtet.

Auf der Horizontalen bilden die Grafiken die Zeitpunkte der Börsengänge, addiert um den jeweiligen Zeitraum (6, 12, 18 oder 24 Monate), ab. Durch diese Vorgehensweise bleiben die einzelnen Unternehmen in Relation zur x-Achse konstant.

Auf der Vertikalen bilden die Grafiken die prozentuale Entwicklung ab. Diese wird gemessen als Differenz zwischen der Kursperformance des einzelnen Unternehmens und einem Benchmark. Hierfür wurde der CDAX herangezogen. Wie bereits in Kapitel 4.3.4 angesprochen, umfasst er sämtliche General- und Prime-Standard-Unternehmen. Der Vergleich zum Benchmark erfüllt eine wichtige Funktion. Die Analyse ist so konzipiert, dass für alle Unternehmen der CDAX separat zum Stichtag des Börsengangs erhoben wurde. Von diesem Datum an läuft jede Messung der entsprechenden Periode für Unternehmen und Benchmark. Durch diese Art der Untersuchung wurden alle Unternehmen auf den CDAX normiert und nur mit ihm verglichen. Da auch der Index allgemeinen Marktschwankungen durch externe fundamentale Effekte unterliegt, lässt sich so ein objektives Bild von der Entwicklung der Unternehmen in den verschiedenen konjunkturellen Perioden zeichnen. In den folgenden Grafiken und Tabellen wird der CDAX als Nulllinie oder Nullpunkt dargestellt. Alle Unternehmen weichen, je nachdem, ob sie erfolgreicher oder weniger erfolgreich als der Benchmark waren, nach oben oder nach unten davon ab (Y-Achse).

7.2 Ergebnisse der Analyse der Kursperformance

7.2.1 Ergebnisse nach sechs Monaten

Die Resultate der Untersuchung für 180 Tage bzw. sechs Monate nach dem IPO zeigt das folgende Schaubild:

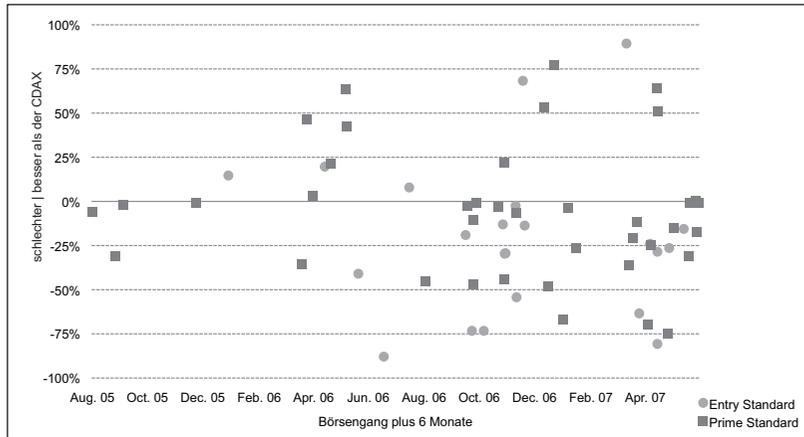


Abbildung 9: Kursentwicklung Vergleichsgruppen nach sechs Monaten

Von den insgesamt 61 untersuchten Unternehmen haben sich 16 positiv und 45 negativ im Vergleich zum CDAX entwickelt. Im Detail heißt das für die beiden Transparenzlevel: Im Entry Standard schafften fünf Unternehmen am CDAX vorbeizuziehen, in der Vergleichsgruppe waren es vierzehn. Der erste Blick anhand absoluter Zahlen wird von den relativen Zahlen bestätigt. Danach liegen 22,6% der ES-Unternehmen oberhalb des CDAX. In der Vergleichsgruppe des Prime Standard schaffen mit 36,0% mehr als 50% Unternehmen eine bessere Kursperformance als der CDAX. Entsprechend sind 77,4% der ES-Unternehmen schlechter gelaufen und 64,0% der Prime-Standard-Unternehmen. Neben den Ergebnissen der Over- oder Unterperformance ist außerdem eine Analyse der Verteilung innerhalb der Intervalle aufschlussreich.

Absolut Performance im Vergleich zum CDAX	Relativ		Performance im Vergleich zum CDAX	Relativ	
	Entry Standard	Prime Standard		Entry Standard	Prime Standard
100% – 75%	1	1	100% – 75%	4,5%	2,6%
75% – 50%	1	4	75% – 50%	4,5%	10,3%
50% – 25%	0	3	50% – 25%	0,0%	7,7%
25% – 0%	3	6	25% – 0%	13,6%	15,4%
0% – -25%	6	14	0% – -25%	27,3%	35,9%
-25% – -50%	5	8	-25% – -50%	22,7%	20,5%
-50% – -75%	4	2	-50% – -75%	18,2%	5,1%
-75% – -100%	2	1	-75% – -100%	9,1%	2,6%
Summe	22	39	Summe	100,0%	100,0%

Tabelle 4: Intervalle – Kursperformance im Vergleich zum CDAX nach sechs Monaten

Es ist festzustellen, dass sich Untersuchungs- sowie Vergleichsgruppe im Verhältnis zum CDAX relativ ähnlich entwickelt haben. Nach 180 Tagen werden beide, Gewinner und Verlierer, aber tendenziell vom Entry Standard gestellt. Von den drei besten Unternehmen kommen zwei, Manz Automation (89,14%) und Impreglon (68,29%), aus dem Entry Standard. Der Prime Standard steuert als Drittes die Bauer AG (77,1%) bei. Am anderen Ende der Skala ist das Verhältnis das gleiche. Die im Vergleich schlechtesten drei waren Plan Optik mit -87,9%, LipoNova mit -80,7% (beide ES) und Petrotec mit -75,1% (PS).

7.2.2 Ergebnisse nach zwölf Monaten

365 Tage post IPO hat sich das Bild folgendermaßen verändert:

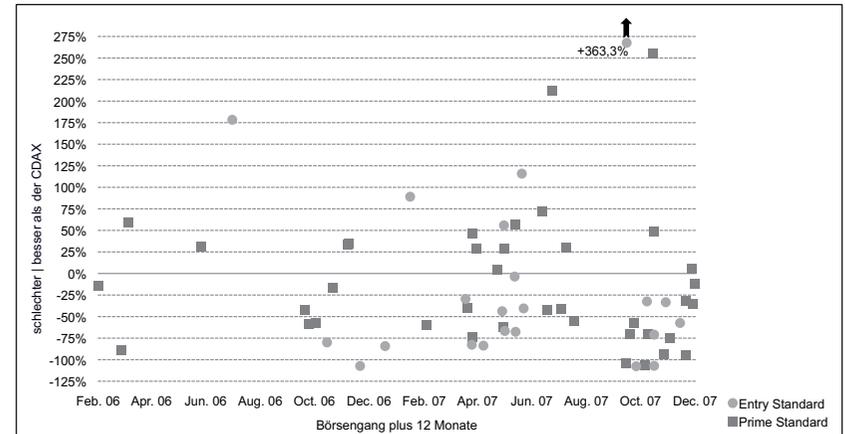


Abbildung 10: Kursentwicklung Vergleichsgruppen nach zwölf Monaten

Bei erster Betrachtung fällt auf, dass sich einige Unternehmen weiter von der Masse absetzen konnten. Hier muss vor allem berücksichtigt werden, dass sich die Skalierung fast verdreifacht hat. Insgesamt ist die Zahl der Unternehmen, die sich besser als der CDAX entwickeln konnten, von 16 auf 20 gestiegen. Dieses Wachstum ist auf die gute Performance der Vergleichsgruppe zurückzuführen. Die Gegenüberstellung der Transparenzlevel belegt, dass nur vier Firmen aus dem ES, nun allerdings fünfzehn aus dem PS kommen. Relativ bedeutet dies ein Verhältnis von 22,6% zu 38,4% zugunsten des PS. Die Verteilung innerhalb der Intervalle zeigt, dass sich 13,6% (3) der Entry-Standard-Unternehmen mit einer deutlichen Steigerung vom Feld absetzen konnten. Obwohl sich auch zwei Prime-Standard-Unternehmen in diesem Intervall befinden, machen sie doch relativ auf die Summe einen deutlich kleineren Anteil aus (5,1%).

Absolut Performance im Vergleich zum CDAX	Relativ		Performance im Vergleich zum CDAX	Relativ	
	Entry Standard	Prime Standard		Entry Standard	Prime Standard
> 100%	3	2	>100%	13,6%	5,1%
100% – 75%	1	0	100% – 75%	4,5%	0,0%
75% – 50%	1	3	75% – 50%	4,5%	7,7%
50% – 25%	0	8	50% – 25%	0,0%	20,5%
25% – 0%	0	2	25% – 0%	0,0%	5,1%
0% – -25%	1	3	0% – -25%	4,5%	7,7%
-25% – -50%	5	6	-25% – -50%	22,7%	15,4%
-50% – -75%	4	9	-50% – -75%	18,2%	23,1%
-75% – -100%	4	4	-75% – -100%	18,2%	10,3%
> -100%	3	2	> -100%	13,6%	5,1%
Summe	22	39	Summe	100,0%	100,0%

Tabelle 5: Intervalle – Kursperformance im Vergleich zum CDAX nach zwölf Monaten

Im Mittelfeld, also mit einer Schwankung bis +50%/-50% um den CDAX, sind die PS-Unternehmen mit einem Anteil von 48,7% zu 27,2% deutlich stabiler aufgestellt. Das Gleiche gilt für das untere Ende der Skala. Den Überflieger nach zwölf Monaten stellt zum zweiten Male der ES mit Manz Automation, die noch über der aktuellen Skalierung stehen (361,3%). Platz zwei und drei gehen an die PS-Firmen LHS (255,2%) und die Bauer AG (211,8%). Auf den letzten Plätzen finden sich drei Kandidaten aus dem Entry Standard: CFI Fairpay (-107,6%), der Telekommunikationsanbieter Eutex (-107,2%) sowie LipoNova (-107,1%).

7.2.3 Ergebnisse nach 18 Monaten

Nach 540 Tagen zeigte sich folgende Entwicklung:

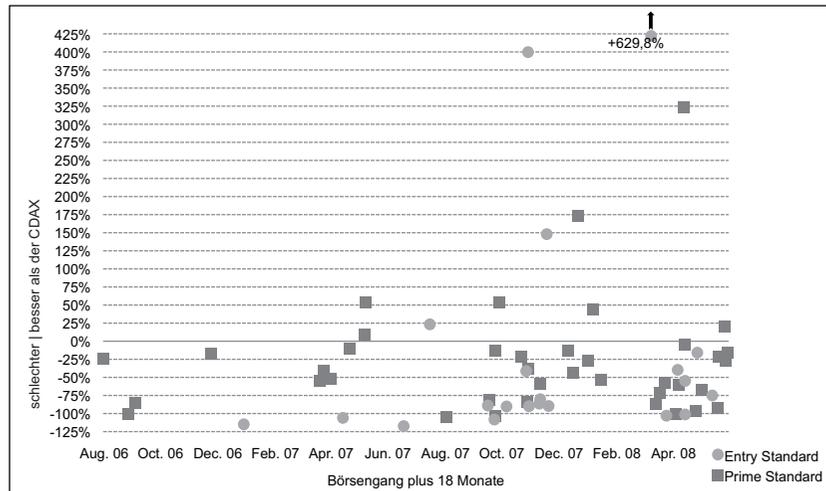


Abbildung 11: Kursentwicklung Vergleichsgruppen nach 18 Monaten

Eine weitere Erhöhung der Skalierung, bedingt durch die überdurchschnittliche Performance von Manz Automation (629,8%) sowie Roth & Rau (399,7%), lässt die Verteilung subjektiv wieder ein wenig zusammenrücken. Dagegen scheidet Eutex aufgrund seiner Insolvenz im März 2007 aus dieser Auswertung aus. Fakt ist somit, dass sich nach 18 Monaten noch vier von 21 ES-Unternehmen oberhalb des CDAX bewegen. Dies sind relativ gesehen 19,1%, 3,5% weniger als noch vor sechs Monaten. Allerdings ging auch die Vergleichsgruppe im gleichen Zeitraum zurück. Hier waren es noch sieben Unternehmen, die einem relativen Anteil von 17,9% entsprechen.

Absolut			Relativ		
Performance im Vergleich zum CDAX	Entry Standard	Prime Standard	Performance im Vergleich zum CDAX	Entry Standard	Prime Standard
> 100%	3	2	>100%	14,3%	5,1%
100% – 75%	0	0	100% – 75%	0,0%	0,0%
75% – 50%	0	2	75% – 50%	0,0%	5,1%
50% – 25%	0	1	50% – 25%	0,0%	2,6%
25% – 0%	1	2	25% – 0%	4,8%	5,1%
0% – -25%	1	9	0% – -25%	4,8%	23,1%
-25% – -50%	2	5	-25% – -50%	9,5%	12,8%
-50% – -75%	1	8	-50% – -75%	4,8%	20,5%
-75% – -100%	7	6	-75% – -100%	33,3%	15,4%
> -100%	6	4	> -100%	28,6%	10,3%
Summe	21	39	Summe	100,0%	100,0%

Tabelle 6: Intervalle – Kursperformance im Vergleich zum CDAX nach 18 Monaten

Am Schluss der Tabelle häufen sich die Unternehmen mit schlechter Performance auf Seiten des Entry Standards. So wies deutlich mehr als die Hälfte der ES-Unternehmen (61,9%) eine Performance zum CDAX auf, die noch unterhalb der -75% Marke lag. Im Vergleich dazu waren es im PS nur 25,7%. Auf der Gewinnerliste steht zum wiederholten Male Manz Automation ganz oben, es folgt nun Roth & Rau ebenfalls aus dem ES mit 399,7% und LHS aus dem PS mit 323,0%. Die schwächsten drei Werte kommen wie bereits nach zwölf Monaten alle aus dem ES. Dies sind Plan Optik (-117,4%), neu dabei sind nun IFA Systems (-114,9%) und der Anbieter für Nanotechnologie Bio Gate (-108,3%).

7.2.4 Ergebnisse nach 24 Monaten

In den letzten sechs Monaten (zweite Jahreshälfte 2008) wurde die Entwicklung vieler Aktien dieser Untersuchung durch die sich verschärfende Finanzkrise beeinflusst. Diese Umstände führten dazu, dass selbst der Benchmark zwischenzeitlich um fast die Hälfte seines Wertes nachgab.

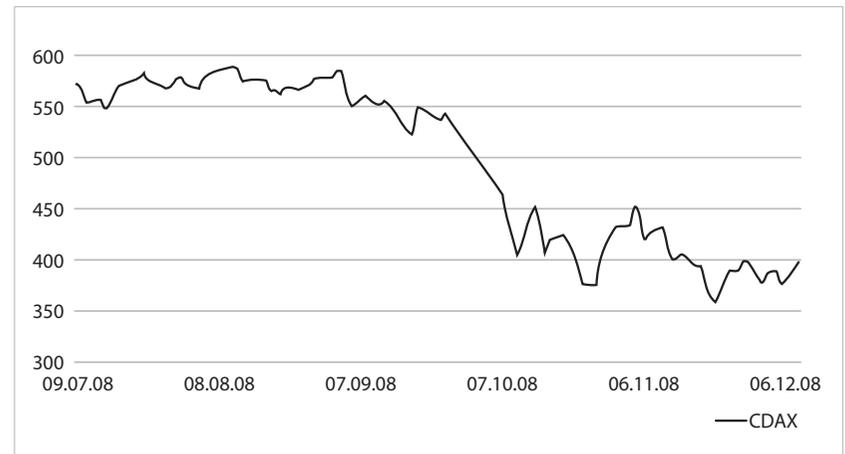


Abbildung 12: Verlauf CDAX Juli bis Dezember 2008

Wie sehr diese Entwicklung die Ergebnisse der Analyse beeinflusst, ist schwerer abzuschätzen.

Zwei Jahre nach den Börsengängen hat sich demnach dieses Bild ergeben:

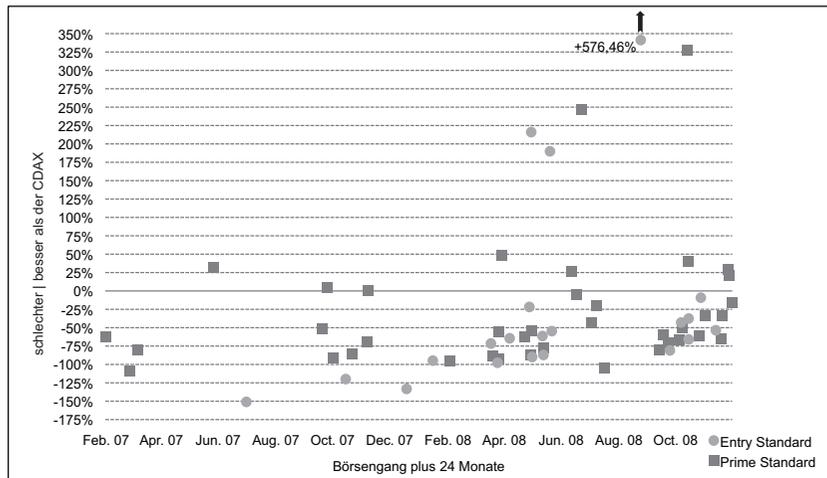


Abbildung 13: Kursentwicklung Vergleichsgruppen nach 24 Monaten

In diesen schwierigen Marktbedingungen gab es drei Unternehmen aus dem ES, die weiterhin den Benchmark schlagen konnten. In der Vergleichsgruppe der PS-Unternehmen waren es mit zehn sogar noch mal drei mehr als nach dem letzten Untersuchungszeitraum. Das macht ein relatives Verhältnis von konstanten 13,6% für den ES und 25,6% zugunsten des PS.

Absolut Performance im Vergleich zum CDAX	Relativ		Performance im Vergleich zum CDAX	Relativ	
	Entry Standard	Prime Standard		Entry Standard	Prime Standard
> 100%	3	2	>100%	14,3%	5,1%
100% – 75%	0	0	100% – 75%	0,0%	0,0%
75% – 50%	0	0	75% – 50%	0,0%	0,0%
50% – 25%	0	5	50% – 25%	0,0%	12,8%
25% – 0%	0	3	25% – 0%	0,0%	7,7%
0% – -25%	2	3	0% – -25%	9,5%	7,7%
-25% – -50%	2	3	-25% – -50%	9,5%	7,7%
-50% – -75%	6	12	-50% – -75%	28,6%	30,8%
-75% – -100%	5	9	-75% – -100%	23,8%	23,1%
> -100%	3	2	> -100%	14,3%	5,1%
Summe	21	39	Summe	100,0%	100,0%

Tabelle 7: Intervalle – Kursperformance im Vergleich zum CDAX nach 24 Monaten

Gerade in den mittleren Intervallen, also der Schwankungsbreite von +50%/-50%, hat der Prime Standard deutlich verloren, und es finden sich jetzt nur noch knapp 36% der Unternehmen dort. Der Entry Standard kommt hier ebenfalls nur noch auf 18,2%.

Die meisten Firmen beider Indizes finden sich nun am unteren Ende der Skala. Im ES sind das fast Dreiviertel der Unternehmen (68%), der PS steht mit 59% nur unwesentlich besser da. Zu den Gewinnern dieser Periode gehört zum vierten Mal Manz Automation mit 576,5%, gefolgt von den zwei PS-Unternehmen LHS (328,1%) und Bauer AG (246,4%). Die letzten drei werden, wie im vorigen Untersuchungsabschnitt auch, vom ES gestellt. Dies sind IFA Systems (-150,2%), Plan Optik (-133,2%) und Design Bau (-119,3%).

7.3 Zwischenfazit Analyse Kursperformance

Die Analyse hat zwei Beobachtungen zu Tage gebracht: Erstens steht im Entry Standard der überdurchschnittlich guten Performance einiger Unternehmen eine große Anzahl Unternehmen mit einer unterdurchschnittlichen Kursentwicklung gegenüber. Zum zweiten entwickelten sich viele Entry-Standard-Unternehmen in den ersten sechs Monaten noch recht gleichläufig mit dem CDAX, die Zahl der Unternehmen mit einer Kursperformance schlechter als -50% im Vergleich zum Benchmark wurde in den folgenden Perioden aber stetig größer. Beide Beobachtungen könnten einen Erklärungsbeitrag zum Kursverlauf des Entry Standard All Share geben, wie er eingangs beschrieben wurde. Der Abstand zwischen dem Unternehmen mit der stärksten und der schwächsten Kursentwicklung beträgt im Entry Standard nach zwei Jahren beachtliche 727,4 Prozentpunkte, in der Vergleichsgruppe ist es mit 355,0 Prozentpunkten weniger als die Hälfte. In drei von vier Untersuchungszeiträumen befanden sich fast doppelt so viele Entry-Standard-Unternehmen wie Prime-Standard-Unternehmen im Bereich von mehr als -75% Verlust zum Benchmark. Die Möglichkeit eines Totalverlustes in diesem Segment scheint besonders hoch.

Der Prime Standard war darüber hinaus deutlich konstanter in seinem Verlauf, gerade in den mittleren Intervallbereichen von +50%/-50% um den Benchmark.

Die folgende Tabelle fasst die Entwicklung noch einmal zusammen:

	6 Monate		12 Monate		18 Monate		24 Monate	
	Entry S.	Prime S.	Entry S.	Prime S.	Entry S.	Prime S.	Entry S.	Prime S.
Ø KURS RENDITE	-26,9%	-6,1%	-31,4%	-12,9%	-41,6%	-26,9%	-46,5%	-28,0%
STW RENDITE	36,9%	36,6%	76,0%	75,0%	117,6%	78,1%	90,0%	84,4%
BESSER > CDAX	22,7%	35,9%	22,7%	38,5%	19,0%	17,9%	14,3%	25,6%
SCHLECHTER < CDAX	77,3%	64,1%	77,3%	61,5%	81,0%	82,1%	85,7%	74,4%

Tabelle 8: Zusammenfassung Kursrendite, Standardabweichung und Performancevergleich

Neben der durchschnittlichen Kursrendite ist hier auch die Standardabweichung aufgeführt. Sie verdeutlicht die Streuung um den Mittelwert und ist damit ein Indikator für das Risiko im jeweiligen Segment. Kapitalanlagen werden üblicherweise anhand ihrer Rendite und ihres Risikos beurteilt.³²⁸ Die Werte zur Kursrendite wurden um das Ergebnis von Manz Automation bereinigt, um einer Verzerrung vorzubeugen.

Generell weisen beide Transparenzlevel über die gesamten 24 Monate, im Vergleich zum CDAX, einen negativen Verlauf in Bezug zur durchschnittlichen Kursrendite auf. Trotzdem war der Prime Standard in fast jeder Periode doppelt so erfolgreich wie sein Pendant aus dem Open Market. Die Standardabweichung hat sich in den ersten zwölf Monaten überraschend gleichläufig entwickelt und nahm erst nach 18 Monaten sprunghaft zu, was mit dem erhöhten Ausfall einiger ES-Unternehmen wie beispielsweise Eutex, Plan Optik oder IFA Systems zu erklären ist. Damit kann man festhalten, dass der Entry Standard im Durchschnitt bei weniger Kursrendite ein höheres Risiko aufweist.

Die Ergebnisse der Kursrendite werden im Wesentlichen auch bestätigt mit einem Blick auf die Zahl der Unternehmen, die eine Kursentwicklung oberhalb/unterhalb des CDAX erreicht haben (relativer Anteil). Im Durchschnitt konnten sich 19,7% der Entry-Standard-Unternehmen oberhalb des Vergleichsindex halten. Im Prime Standard waren es allerdings mit 29,5% über 50% mehr.

8 Fundamentalkennzahlen der Börsengänge im Zeitvergleich

8.1 Untersuchungsziel und Untersuchungsdesign

Die Untersuchung in Punkt 7.2 hat die Kursentwicklung der Börsengänge 2005 und 2006 nach dem Going Public deutlich gemacht. In der folgenden Auswertung wird nun ein tieferer Blick in die Unternehmen und auf die Fundamentalkennzahlen geworfen. Dies ist sinnvoll, haben doch bereits empirische Studien von Pagano/Panetta/Zinales oder Mikkelson/Partch/Shah den Einfluss auf die Performance von Börsenneulings anhand der aus Jahresabschlussdaten generierten fundamentalen Kennziffern bewiesen.³²⁹ Der Fokus liegt im Folgenden auf einer Vorher/Nachher-Beobachtung des Going Public. Wie bereits in Punkt 2.2 ausgeführt, soll mit dem Börsengang die Grundlage für eine weiterhin positive Entwicklung des Unternehmens gelegt werden. Daher ist anzunehmen, dass sich Unternehmen nach dem Börsengang positiver entwickelt haben als vorher. Dazu wird im Folgenden ein ausführlicher Kennzahlenvergleich vorgenommen, der die Jahresabschlusszahlen beleuchtet. Das Hauptziel besteht weiterhin in der Suche nach signifikanten Unterschieden zwischen den beiden Transparenzleveln. Die vorige Untersuchung hat gezeigt, dass sich die Unternehmen aus dem Prime Standard in der Summe tendenziell besser entwickelt haben. Dies wirft nun die Frage auf, ob auch die Kennzahlen diese Beobachtung widerspiegeln. Möglichen positiven Effekten wie einer Erhöhung der Rendite, der leichteren Gewinnung von qualifizierten Mitarbeitern oder besseren Absatzchancen stehen hier Phänomene wie das Window Dressing oder die Agency-Problematik gegenüber.

Im Folgenden werden ausgewählte Beispiele für die Bereiche Rendite, Wachstum, Kapitalstruktur, Vermögensstruktur und Liquidität untersucht. Die Hauptübersicht aller Verhältniskennzahlen folgt am Schluss des Kapitels.

Die relevanten Kennzahlen werden aus Jahresabschlussdaten eines zwei Geschäftsjahre vor ($T-2$ bis $T-1$) und eines Geschäftsjahres nach dem Börsengang ($T+1$) umfassenden Zeitraums gebildet. Für das Geschäftsjahr ($T=0$) des Börsengangs wurden ebenfalls die Kennzahlen erhoben. Eine Problematik erwächst aus der Tatsache, dass Börsengänge über zwei Geschäftsjahre (2005 und 2006) hinweg beobachtet wurden. Dies kann zu Verschiebungen der Ergebnisse in Folge konjunktureller Entwicklungen führen. Von einer Bereinigung dessen wurde allerdings durch den Autor abgesehen.

Bei der Ergebnisdarstellung je Kennzahl wird die teilweise extreme Mittelwertverzerrung durch Ausreißer berücksichtigt. Hierfür wurde auf den Median zurückgegriffen, und in Ausnahmefällen wurden manuelle Bereinigungen vorgenommen. Darüber hinaus kommen bei der Darstellung der Ergebnisse statistische Analysewerkzeuge wie Standardabweichung, Quartile, Maximum oder Minimum zum Einsatz. Auf eine explizite Herleitung aller Kennzahlen sowie der statistischen Verfahrensweisen wird von Seiten des Autors verzichtet. Sie werden als bekannt vorausgesetzt.

328) Vgl. Hering, Th., 2008, S. 66.

329) Vgl. Börgmann, R., 2001, S. 153f.

8.2 Angaben zu den untersuchten Unternehmen

Zum Einstieg in die Diskussion der Ergebnisse gibt die folgende Tabelle einen Überblick aller Unternehmen bezüglich der Eigenschaften Alter, Bilanzsumme und Umsatz.

	Alter (Jahre)		Bilanzsumme		Umsatz (EUR/T-1)	
	Entry S.	Prime S.	Entry S.	Prime S.	Entry S.	Prime S.
Median	10	11	6.210.839	68.500.000	14.120.000	60.660.000
Mittelwert	13	24	20.730.516	589.233.333	32.289.950	498.511.538
Standardabw.	9	39	926.779.006	1.240.754.825	46.361.884	916.761.856
Maximum	37	189	100.000.000	6.854.200.000	187.680.000	4.027.020.000
75% Quartil	17	17	21.400.000	398.105.000	34.887.250	526.150.000
25% Quartil	7	8	3.670.000	24.145.000	4.822.500	20.660.000
Minimum	3	2	2.000.000	7.270.000	130.000	800.000

Tabelle 9: Tabelle Fundamentale Angaben

Es lässt sich beobachten, dass die Unternehmen der Stichprobe sowie der Vergleichsgruppe mit zehn bzw. elf Jahren im Median jungen bis mittleren Alters sind. Allerdings weist die Gruppe der Prime-Standard-Unternehmen mit einer Standardabweichung von 39 Jahren eine deutlich höhere Breite auf als die Kandidaten des Entry Standards mit lediglich neun Jahren. Das älteste Unternehmen im Feld kommt daher folgerichtig aus dem Prime Standard. Es handelt sich um den Anbieter von Kran- und Hafentechnologie Demag Cranes.

Bilanzsumme und Umsatz im Jahr vor dem Börsengang zeigen, dass die Unternehmen im Prime Standard, bezogen auf das Volumen, deutlich größer sind als die Untersuchungsgruppe. Die Bilanzsummen der größten 25% der Entry-Standard-Unternehmen befinden sich auf dem Niveau, auf dem die kleinsten 25% der Prime-Standard-Unternehmen aufhören.

8.3 Ergebnisse der Untersuchung

8.3.1 Analyse zur Rentabilität

Der Untersuchung der Rentabilität kommt eine besondere Bedeutung zu, da diese als entscheidender Indikator für die Ertragskraft eines Unternehmens gilt.³³⁰ Hellerforth definiert die Rentabilität als das prozentuale Verhältnis vom Erfolg zum eingesetzten Kapital, d.h. die Summe der Nettorückflüsse zur Summe des eingesetzten Kapitals.³³¹ Die wichtigen Kennzahlen sind die Eigenkapital- und die Gesamtkapitalrentabilität. Für die Aktionäre ist besonders der Blick auf die Eigenkapitalrentabilität von Interesse. Diese weist bei der Untersuchung im Median eine interessante Entwicklung auf. Die Rendite nimmt in beiden Segmenten bis zum Zeitpunkt T -1 zu, um nach diesem Peak wieder abzunehmen. Dieses Verhalten kann unter anderem durch zwei Phänomene erklärt werden. Zum einen durch ein gezieltes Abwarten der Banken auf den idealen Zeitpunkt, an dem sich das Unternehmen überdurchschnittlich gut entwickelt hat. Zum anderen durch das in Kapitel 4.2.2 angesprochene Window Dressing, bei dem das Unternehmen, z.B. durch verschiedene Bilanzierungs- und Bewertungsansätze, speziell für diesen Anlass „herausgeputzt“ wird.

Der hohe Renditeverfall im Übergang von T -1 auf T 0 ist insbesondere mit der plötzlichen Zunahme an Eigenkapital zu erklären. Die Anzahl der Unternehmen mit positiven

330) Vgl. Küting, K., 2000, S. 287.

331) Vgl. Hellerforth, 2007, S. 71.

	T-2		T-1		T 0		T+1	
	ENTRY S.	PRIME S.						
MEDIAN	4,8%	12,8%	14,4%	25,4%	6,7%	11,6%	5,9%	9,5%
MITTELWERT	15,3%	15,7%	18,5%	21,8%	2,3%	9,5%	5,8%	5,4%
STANDARDABW.	79,4%	61,3%	26,4%	30,5%	32,0%	9,1%	13,6%	21,0%
MAXIMUM	287,0%	189,4%	60,9%	89,3%	47,3%	30,0%	29,3%	27,0%
75% QUARTIL	16,0%	33,6%	36,7%	43,5%	12,3%	13,8%	15,3%	17,5%
25% QUARTIL	-0,9%	-5,4%	7,3%	0,3%	3,0%	6,2%	-0,5%	5,0%
MINIMUM	-98,9%	-143,8%	-49,5%	-58,8%	-121,3%	-20,9%	-32,1%	-77,3%
ANTEIL WERTE >0	75,0%	62,5%	88,9%	78,8%	78,9%	87,9%	66,7%	78,8%

Tabelle 10: Entwicklung der Eigenkapitalrenditen im Zeitablauf

Eigenkapitalrenditen ist im Prime Standard über den gesamten Untersuchungszeitraum höher als im Entry Standard. Der Median des Prime Standard weist in dieser Analyse teils deutlich positivere Eigenkapitalrenditen auf, dies gilt auch für den Mittelwert. Negative Eigenkapitalrenditen entstanden durch beispielsweise Biopharma- und Biotechnologie-Unternehmen wie ITN Nanovation oder Bio Gate, die bewusst durch hohe Anfangsinvestitionen und noch ohne erfolgreiche Patente mit Verlusten an die Börse gebracht wurden.

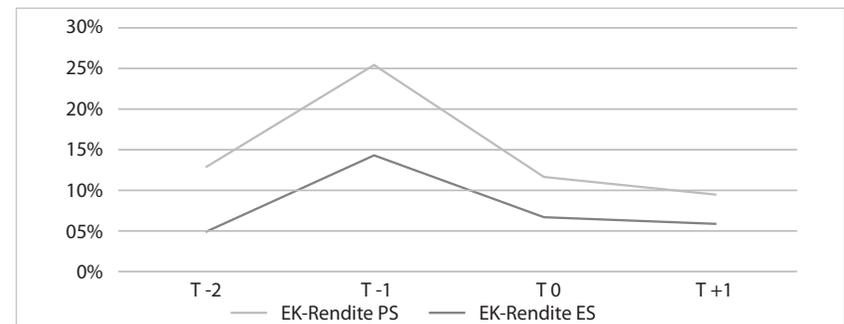


Abbildung 14: Entwicklung der Eigenkapitalrenditen (Grafisch)

Als zweite Renditekennzahl soll hier die Umsatzrentabilität diskutiert werden. Sie setzt den Umsatz mit dem Jahresüberschuss ins Verhältnis.

	T-2		T-1		T 0		T+1	
	ENTRY S.	PRIME S.						
MEDIAN	1,9%	1,2%	4,4%	4,7%	5,8%	5,1%	2,4%	6,7%
MITTELWERT	0,1%	4,7%	4,8%	2,7%	3,6%	7,2%	4,2%	6,9%
STANDARDABW.	7,6%	13,7%	5,4%	13,8%	13,2%	10,5%	7,5%	23,6%
MAXIMUM	13,0%	43,3%	19,3%	27,3%	20,9%	33,9%	17,7%	87,1%
75% QUARTIL	2,5%	10,2%	7,0%	8,9%	8,1%	13,0%	10,8%	14,4%
25% QUARTIL	0,6%	-0,6%	1,7%	-0,8%	3,7%	2,9%	-0,3%	2,3%
MINIMUM	-19,0%	-25,6%	-3,6%	-52,3%	-42,6%	-25,7%	-13,0%	-65,5%
ANTEIL WERTE >0	76,5%	58,1%	83,3%	74,3%	83,3%	88,6%	66,7%	80,0%

Tabelle 11: Entwicklung der Umsatzrendite

In der Analyse wird deutlich, dass Stichprobe sowie Vergleichsgruppe ihre Umsatzrentabilität im Median bis zum Jahr des Börsengangs kontinuierlich und mit ähnlichen Wachstumsraten steigern konnten. In T +1 setzte der Prime Standard diese Entwicklung fort, während der Entry Standard deutliche Rückgänge verzeichnete. Es ist anzunehmen, dass die jungen Unternehmen nicht in der Lage sind, die in sie gesetzten Erwartungen bezüglich der Jahresüberschüsse zu erfüllen. Dies dokumentiert auch die Tatsache, dass die Unternehmen mit positiven Umsatzrenditen von T 0 auf T +1 um 20% zurückgingen.

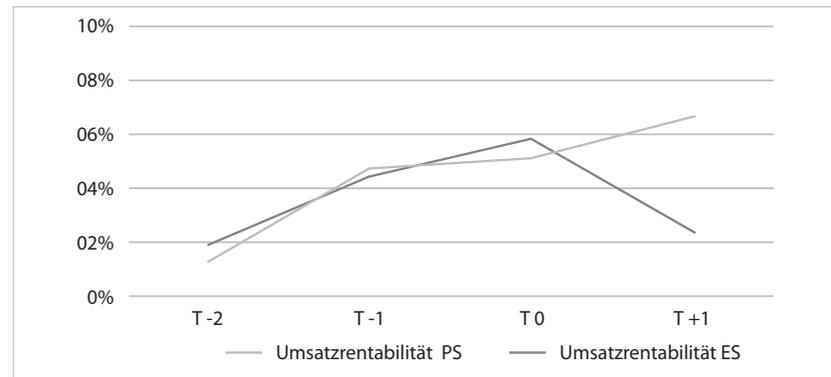


Abbildung 15: Entwicklung der Umsatzrentabilität (Grafisch)

8.3.2 Analyse des Wachstums

Zur Untersuchung des Wachstums wird das Umsatzwachstum herangezogen. Es zeigt sich, dass der vermutete Wachstumsschub auf den Umsatz nach dem Börsengang nur beim Entry Standard zu beobachten ist. Unter der Prämisse, dass es sich hier um junge Wachstumsunternehmen handelt, eine nachvollziehbare Entwicklung. Bei einem Blick in die Einzelitel finden sich aber auch im Prime Standard Unternehmen mit sehr guten Wachstumsraten. Generell konnten einige Firmen wie beispielsweise Design Bau (ES), Roth & Rau (ES), Ersol (PS) oder XING (PS) mit Wachstumsraten von über 100% deutlich zulegen. Der Entry Standard erreicht nach dem Going Public wieder den Wert von T -1, mit aufsteigender Tendenz. Der Prime Standard konnte sein Wachstum von T 0 nicht erneut erreichen und fällt in T +1 auf den Wert von T -2 ab.

	T-2		T-1		T0		T+1	
	ENTRY S.	PRIME S.						
MEDIAN	27,7%	26,8%	34,8%	32,7%	29,9%	33,9%	35,5%	27,0%
MITTELWERT	26,7%	39,3%	108,4%	52,7%	49,5%	62,6%	52,0%	31,3%
STANDARDABW.	35,7%	45,2%	218,7%	63,0%	39,0%	87,7%	66,6%	48,1%
MAXIMUM	94,8%	151,5%	780,5%	269,8%	151,0%	485,5%	240,8%	220,9%
75% QUARTIL	48,2%	66,3%	57,1%	68,7%	68,6%	86,9%	64,6%	57,0%
25% QUARTIL	9,2%	3,1%	12,4%	17,7%	23,5%	11,6%	17,0%	2,4%
MINIMUM	-52,4%	-40,4%	-31,5%	-32,2%	0,6%	-13,1%	-64,2%	-83,8%
ANTEIL WERTE >0	90,9%	81,0%	87,5%	88,2%	100,0%	87,2%	95,0%	76,9%

Tabelle 12: Entwicklung des Umsatzwachstums

Bemerkenswert sind allerdings die Höhen der Wachstumsraten. Beide Gruppen bewegen sich mit Werten im Median zwischen 20% und 30% auf sehr hohem Niveau. Dies kann bis zu einem gewissen Teil auf das noch relativ junge Alter der meisten Unternehmen und/oder günstige wirtschaftliche Rahmenbedingungen zurückgeführt werden. Während das Wachstum des Entry Standards mit dem Going Public seinen Höhepunkt erlebt und dann abfällt, geht das Wachstum im PS erst zurück, stagniert dann praktisch zwischen T -1 und T 0 und fällt dann in T +1 weiter ab. Es bleibt allerdings zu berücksichtigen, dass es für die kleinen Unternehmen im Entry Standard deutlich einfacher ist, hohes Wachstum zu erzielen. Bezieht man die Erkenntnisse aus Tabelle 9 mit in die Überlegungen ein, dass die Prime-Standard-Unternehmen im Median 10-mal so groß sind und im Jahr vor dem Börsengang bereits das 4,5-Fache an Umsatz generieren, relativiert sich das Bild.

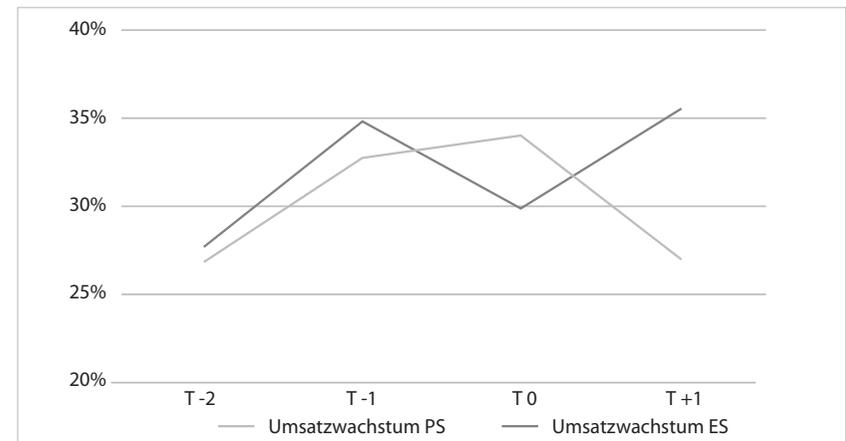


Abbildung 16: Entwicklung des Umsatzwachstums (Grafisch)

8.3.3 Analyse der Kapitalstruktur

Der Median der Eigenkapitalquote nimmt bei beiden Untersuchungsgruppen einen ähnlichen Verlauf. Es ist eine leichte Steigerung von T -2 auf T -1 zu verzeichnen, bevor er sich in T 0 bei beiden fast verdoppelt. Von T 0 auf T +1 geht die EK-Quote in beiden Fällen zurück, im Entry Standard allerdings mit knapp +6% deutlicher stärker.

	T-2		T-1		T0		T+1	
	ENTRY S.	PRIME S.						
MEDIAN	26,1%	24,1%	38,2%	31,3%	68,1%	61,1%	59,5%	53,3%
MITTELWERT	23,1%	27,2%	35,2%	30,6%	64,2%	59,2%	60,5%	53,1%
STANDARDABW.	16,6%	21,4%	16,4%	17,8%	20,2%	22,4%	16,4%	21,8%
MAXIMUM	55,9%	75,8%	63,0%	65,2%	91,4%	94,6%	89,5%	93,4%
75% QUARTIL	31,4%	37,3%	47,3%	40,0%	84,1%	78,9%	74,1%	71,8%
25% QUARTIL	11,3%	14,7%	23,7%	18,6%	47,5%	43,7%	46,0%	33,6%
MINIMUM	-19,7%	-11,9%	-6,4%	0,0%	24,9%	18,8%	32,1%	18,8%
ANTEIL WERTE >0	93,8%	91,2%	95,0%	97,4%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tabelle 13: Entwicklung der Eigenkapitalquote

Die obersten 25% aus beiden Untersuchungsgruppen besitzen im Jahr des Going Public ca. 80% Eigenkapital. Gesetzt den Fall, dass in T 0, spätestens in T +1, die Investitionsvorhaben, die laut Umfrage des DAI Hauptgrund für eine Börsennotierung sind, umgesetzt wurden, entsteht trotzdem eine deutliche „Überdotierung“ an Eigenkapital in T +1. Unter Renditeaspekten kann dies nur zu einem Verfall der Eigenkapitalrendite führen, wie auch hier unter Punkt 8.3 bestätigt wurde.

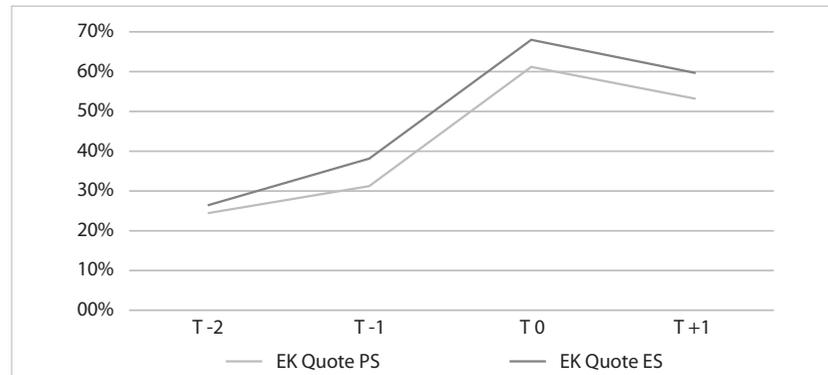


Abbildung 17: Entwicklung Eigenkapitalquote (Grafisch)

8.3.4 Analyse der Vermögensstruktur

Auch wenn die Vermögensstruktur keinen direkten Einfluss auf die Ertragslage und damit den Kurs nimmt, wird im Folgenden kurz auf die Anlageintensität eingegangen. Diese ist von Interesse, um den anfangs angesprochenen Hauptgrund für ein Going Public – die Wachstumsfinanzierung – zu überprüfen. Die Anlageintensität kann Aufschluss darüber geben, ob die Unternehmen die Mittel der Kapitalerhöhung tatsächlich neu investiert haben.

	T-2		T-1		T0		T+1	
	ENTRY S.	PRIME S.						
MEDIAN	37,4%	43,6%	40,4%	38,6%	24,7%	32,1%	35,0%	41,9%
MITTELWERT	37,9%	44,0%	39,8%	40,8%	26,6%	35,1%	39,1%	41,1%
STANDARDABW.	23,7%	25,6%	19,9%	25,9%	16,2%	26,4%	21,4%	23,3%
MAXIMUM	95,9%	100,0%	75,3%	90,9%	58,1%	98,9%	86,0%	95,1%
75% QUARTIL	57,1%	56,4%	56,4%	60,0%	39,1%	53,2%	53,2%	57,4%
25% QUARTIL	17,3%	23,0%	21,6%	15,1%	13,8%	9,7%	27,9%	25,6%
MINIMUM	4,8%	3,1%	6,7%	2,2%	3,4%	1,0%	2,4%	4,1%
ANTEIL WERTE >0	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tabelle 14: Entwicklung der Anlageintensität

Aus der Tabelle lässt sich ein Anstieg der Anlagenintensität nach dem IPO ablesen. Der Median der Stichprobe sowie der Vergleichsgruppe war jeweils in T -2 und T -1 höher als in T 0. In T +1 lässt sich dann ein Anstieg beobachten, im ES mit 41,7% stärker als im PS mit 30,5% im Vergleich zu T 0. Die Ergebnisse bestätigen die Vermutung, dass die Unternehmen vor dem Börsengang ihre Investitionen zurückfahren, um nach dem Börsengang mit dem eingesammelten Wagniskapital Investitionen zu tätigen.

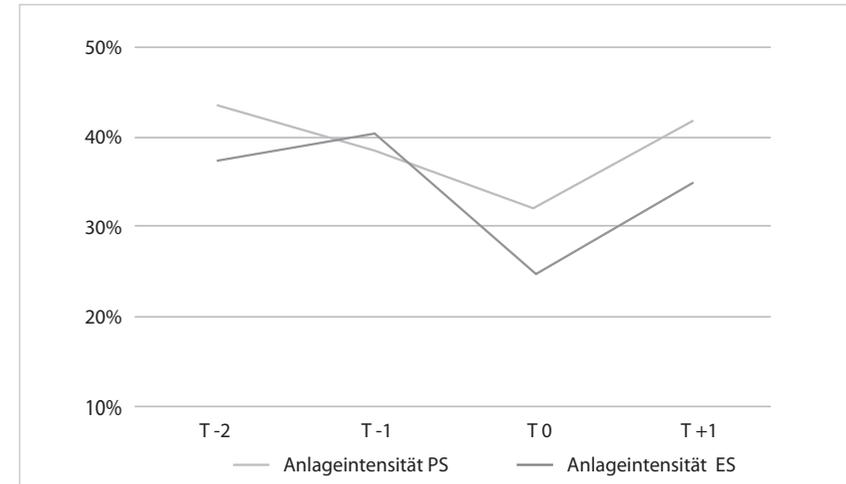


Abbildung 18: Entwicklung Anlageintensität (Grafisch)

8.3.5 Analyse des Verschuldungsgrads

Die Analyse der Liquidität zeigt, inwieweit die Unternehmen fähig sind, jederzeit ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Stellvertretend soll hier der Verschuldungsgrad diskutiert werden. Er ist das Verhältnis von Cashflow zu Fremdkapital. Gebräuchlicher ist sein Kehrwert, der dynamische Verschuldungsgrad. Er gibt bei unterstelltem konstantem Cashflow die Anzahl der Jahre an, in denen das Fremdkapital aus selbst erwirtschafteten Mitteln zurückgeführt werden kann.³³² Aus Gründen der Praxistauglichkeit wurde hier aber dem Verschuldungsgrad der Vorzug gegeben.

Der Median des Verschuldungsgrades nimmt bei Entry und Prime Standard in den Jahren T -2 und T -1 bis zum Zeitpunkt des Börsengangs sprunghaft zu, um auf Seiten des Entry Standards in T +1 genauso schnell wieder abzunehmen. Diese Entwicklung kommt durch eine Schwäche des Cashflows im Entry Standard und zusätzlich durch eine konstante Zunahme an Fremdkapital zustande. Die Vergleichsgruppe konnte in T +1 annähernd das Level von T -1 halten, auch hier wurde weiterhin Fremdkapital aufgenommen.

	T-2		T-1		T0		T+1	
	ENTRY S.	PRIME S.						
MEDIAN	4,9%	6,8%	16,8%	8,9%	5,6%	9,8%	1,8%	7,5%
MITTELWERT	5,5%	10,0%	11,7%	16,1%	-14,6%	15,6%	-9,1%	-2,6%
STANDARDABW.	32,8%	31,5%	48,4%	26,3%	62,0%	62,4%	52,4%	59,9%
MAXIMUM	76,3%	89,7%	74,3%	78,7%	82,1%	324,7%	68,8%	124,9%
75% QUARTIL	19,3%	25,4%	42,6%	33,9%	25,4%	26,3%	18,4%	14,0%
25% QUARTIL	-5,4%	-0,2%	0,1%	1,5%	-56,6%	-3,8%	-35,7%	-7,3%
MINIMUM	-72,0%	-110,0%	-136,0%	-41,4%	-144,6%	-77,2%	-156,7%	-230,0%
ANTEIL WERTE >0	64,3%	70,0%	72,2%	80,6%	52,9%	71,1%	52,9%	60,5%

Tabelle 15: Entwicklung des Verschuldungsgrads

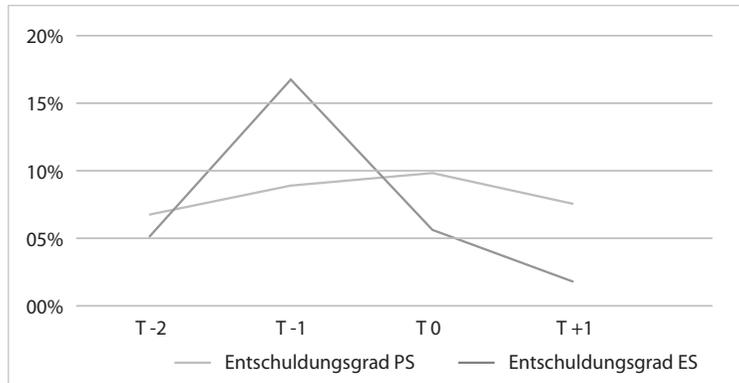


Abbildung 19: Entwicklung des Entschuldungsgrads (Grafisch)

8.4 Zusammenfassung der Ergebnisse

Einen zusammenfassenden Überblick über die Veränderungen der Mediane der untersuchten Kennzahlen sowie deren zeitliche Entwicklung vor und nach dem Börsengang zeigt folgende Tabelle:

MEDIAN	T-2		T-1		T0		T+1	
	ENTRY S.	PRIME S.						
RENDITEN								
EK RENDITE	4,8%	12,8%	14,4%	25,4%	6,7%	11,6%	5,9%	9,5%
GK RENDITE	1,8%	1,1%	4,2%	4,7%	3,7%	5,4%	5,4%	4,7%
UMSATZ RENDITE	1,9%	1,2%	4,4%	4,7%	5,8%	5,1%	2,4%	6,7%
CF RENDITE	3,5%	4,1%	6,6%	6,3%	3,3%	5,8%	2,6%	4,5%
EBITDA-MARGE	9,1%	13,4%	12,1%	12,1%	14,8%	13,9%	13,1%	14,2%
KAPITALSTRUKTUR								
EK QUOTE	26,1%	24,1%	38,2%	31,3%	68,1%	61,1%	59,5%	53,3%
FK QUOTE	74,8%	76,6%	65,5%	69,2%	33,5%	40,5%	42,7%	47,0%
VERSCHULDUNGSG	246,7%	215,3%	134,9%	212,0%	46,9%	59,5%	68,0%	86,5%
ANL. INTENSITÄT	37,4%	43,6%	40,4%	38,6%	24,7%	32,1%	35,0%	41,9%
GK UMSCHLAG	102,2%	101,1%	149,5%	94,3%	78,1%	67,7%	94,7%	78,0%
WACHSTUM								
UMSATZWACHSTUM	27,7%	26,8%	34,8%	32,7%	29,9%	33,9%	35,5%	27,0%
EK WACHSTUM	5,7%	43,5%	54,4%	65,7%	525,9%	386,2%	3,2%	9,2%
GK WACHSTUM	21,9%	18,2%	25,1%	29,6%	183,4%	114,0%	18,8%	15,2%
LIQUIDITÄT								
LIQUIDITÄTSKZ	331,8%	265,4%	354,9%	297,3%	467,3%	333,3%	351,0%	315,6%
ENTSCULD.G	4,9%	6,8%	16,8%	8,9%	5,6%	9,8%	1,8%	7,5%
ANL. DECKUNGSG	56,0%	73,2%	79,5%	75,1%	192,1%	200,0%	165,3%	114,7%

Tabelle 16: Zusammenfassung Entwicklung der Kennzahlen

8.5 Zwischenfazit Fundamentalkennzahlen im Zeitvergleich

Wie bereits bei der Analyse der Kursperformance stellt sich auch bei einer Beleuchtung der Fundamentalkennzahlen eine positivere Entwicklung der Vergleichsgruppe aus dem Prime Standard heraus.

Bei der untersuchten Eigenkapitalrendite durchlaufen beide Gruppen eine ähnliche Entwicklung. Sie erleben einen Peak der Rendite im Jahr vor dem Börsengang, der auf ein gezieltes Window Dressing deuten könnte. Ab diesem Zeitpunkt ist für beide ein Rückgang der Renditen festzustellen. Der Prime Standard stabilisiert sich aber auf deutlich höherem Niveau bei immer noch fast 10% Eigenkapitalrendite.

Beide Segmente erfahren steigende Umsätze über den gesamten Zeitraum. Die Umsatzrenditen laufen allerdings nur bis zum Zeitpunkt des Börsengangs simultan. Post-IPO kann nur noch der Prime Standard mit positivem Umsatzwachstum überzeugen. Eine Erklärung ist darin zu finden, dass es den Entry-Standard-Unternehmen nach dem Going Public nicht mehr möglich ist, eine konstante Erhöhung des Jahresüberschusses zu gewährleisten und damit auch die Erwartungen der Anleger verfehlt werden.

Mit dem Gang an die Börse ist eine deutliche Erhöhung der Eigenkapitalausstattung verbunden. Diese ist bei vielen Unternehmen beider Untersuchungsgruppen jedoch schon im Vorfeld vorhanden, so dass man mit Blick auf die Eigenkapitalrendite von einer Überkapitalisierung sprechen könnte.

Gerade beim Bilanzsummenwachstum weist eine nicht unerhebliche Anzahl von Unternehmen nach dem Going Public einen deutlichen Rückgang auf. Hiervon ist in erhöhtem Maße der Entry Standard betroffen.

Teil III

9 Analyse der Korrelation zwischen Kennziffern und Kursrendite

9.1 Zielsetzung und Design

Nachdem am Anfang von Kapitel 7 die Kursperformance der Börsengänge 2005 und 2006 und anschließend deren fundamentale Kennziffern untersucht wurden, schließt sich nun eine Messung über die Stärke des Zusammenhangs zwischen den beiden Variablen an. Dabei liegt das Hauptaugenmerk darauf, Faktoren zu ermitteln, die den höchsten Zusammenhang zur Kursrendite aufweisen. Das Verhältnis der Kennzahlen untereinander sowie Determinanten, von denen kein fundamentaler Einfluss erwartet werden kann, z.B. Emissionspreis oder Emissionsbank, werden hier nicht weiter betrachtet.

Die Zusammenhänge werden im Folgenden mit Hilfe des Bravais-Pearson-Korrelationskoeffizienten ermittelt. Dieser misst die Stärke des linearen Zusammenhangs oder mit anderen Worten den Beziehungszusammenhang zwischen zwei Variablen.³³³ Hierbei werden die Fundamentalzahlen der Kursrendite gegenübergestellt. Die herangezogenen Kennzahlen stammen aus der Periode T +1 der Untersuchung 8. Es wurde auf die Jahresabschlussdaten aus dem Jahr nach dem Börsengang zurückgegriffen, weil frühere Untersuchungen gezeigt haben, dass ergebnisbezogene Daten aus dieser Zeit die höchste Korrelation zur Kursrendite aufweisen.³³⁴ Anders gesagt, in den Kurs, und damit die Kursrendite, werden die Erwartungen über die Geschäftsentwicklung der nächsten sechs bis zwölf Monate bereits in der Gegenwart eskompiert. Deshalb wurden die Zahlen von T +1 (nach 12 Monaten) den Kursrenditen nach 6, 12, 18 und 24 Monaten gegenübergestellt, um deren Zusammenhang zu untersuchen.

Die Korrelation kann dabei Werte von -1 bis +1 annehmen. Je nachdem, ob ein gegensinniger linearer Zusammenhang ($p < 0$), kein linearer Zusammenhang ($p = 0$) oder ein gleichsinniger linearer Zusammenhang ($p > 0$) vorliegt.³³⁵ Da es bei der Korrelation keine definierten Grenzen gibt, sollen folgende Richtwerte als Orientierungshilfe bei der Interpretation der Zahlen dienen:³³⁶

$P = 0$	kein Zusammenhang
$0 < p \leq 0,3$	schwacher Zusammenhang
$0,3 < p \leq 0,7$	mittlerer Zusammenhang
$0,7 < p < 1$	starker Zusammenhang
$ p = 1$	vollständiger Zusammenhang

Abbildung 20: Wirkungszusammenhänge Korrelationsanalyse

333) Vgl. Backhaus, K., 2006, S. 264.

334) Vgl. Baden, K., 1992, S. 135f.

335) Vgl. Duller, Ch. 2007, S. 134f.

336) Vgl. Duller, Ch., 2007, S. 135.

Neben der Diskussion des Pearson'schen Korrelationskoeffizienten (R), der den Zusammenhang zwischen den untersuchten Variablen angibt, werden die wichtigsten Ergebnisse zusätzlich auch grafisch in Form eines Streudiagramms dargestellt. Hierbei wird zur Information zusätzlich das Bestimmtheitsmaß R^2 angegeben. Dies ist der Prozentanteil der abhängigen Variablen (Wert auf der Y-Achse), der durch die unabhängige Variable (Wert auf der X-Achse) mittels linearer Regression erklärt werden kann.³³⁷ Auf die Regression wird im Folgenden nicht weiter eingegangen, weil deren Prognosefunktion für das Ziel dieser Analyse keinen weiteren Mehrwert generieren würde. Die Ergebnisdiskussion wird zuallererst die Resultate aller 61 Unternehmen auswerten, im Folgenden mit dem Begriff Over-all bezeichnet, bevor anschließend die Resultate für Stichprobe und Vergleichsgruppe getrennt ausgewiesen werden.

Des Weiteren werden nur solche Ergebnisse als aussagekräftig angesehen, die als signifikant gelten. Die Signifikanz ist die statistische Aussagekraft oder auch die Verlässlichkeit der Ergebnisse und ist unter anderem abhängig vom Umfang der Stichprobe. Als verlässlich gelten Werte mit einer Vertrauenswahrscheinlichkeit von 0,95 (oder auch 0,99) zur Nullhypothese. Das bedeutet: Mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von kleiner 5% (oder auch 1%) wird der Test zu einer Abweichung der Nullhypothese führen.³³⁸ Die Irrtumswahrscheinlichkeit stellt das Komplement zur Vertrauenswahrscheinlichkeit dar.³³⁹

9.2 Hypothesen

Die folgenden Behauptungen sollen im Laufe der Analyse getestet, bestätigt oder widerlegt werden:

Hohe Ausschüttungen und Dividenden erhöhen die Verzinsung für den Eigenkapitalgeber und machen so ein Unternehmen für Investoren attraktiv. Deshalb kann man erwarten:

H_1 : Je höher die Eigenkapitalrendite ausfällt, desto höher ist auch die Kursrendite nach dem Börsengang.

Wachstum erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen auch in Zukunft wettbewerbsfähig bleibt.

H_2 : Je größer das Wachstum eines Börsenneulings, desto besser entwickelt sich auch die Kursrendite des Unternehmens nach dem Börsengang.

Ein längerfristig bewährtes Geschäftsmodell weckt Vertrauen bei den Anlegern. Unternehmen, die schon länger am Markt etabliert sind, haben eine gewisse Kontinuität bewiesen.

H_3 : Je älter der Börsenneuling ist, desto geringer ist der Renditerückgang nach dem Börsengang.

Die Prinzipal-Agent-Theorie besagt, dass je mehr Anteile nach dem Börsengang im Besitz des Altaktionärs verbleiben, desto höher zum einen seine Motivation an einer guten Unternehmensentwicklung und zum anderen das Vertrauen der Anleger ist.

337) Vgl. Backhaus, K., 2006, S. 66ff.
338) Vgl. ebenda, S. 70f.

339) Vgl. ebenda, S. 71.

H_4 : Je größer der Anteil der abgebenden Altaktionäre ist, desto schlechter ist auch die Kursentwicklung nach dem Börsengang.

9.3 Ergebnisse der Korrelationsanalyse

Korrelationen zwischen Kennzahlen (unabhängige Variable) und der Kursrendite (abhängige Variable) weisen nicht in jedem Zeitraum die gleiche Höhe auf. Der eben schon erwähnte höchste Zusammenhang, der zwischen Kursrendite und Fundamentalkennzahlen nach sechs bis zwölf Monaten, ist in dieser Untersuchung nur für die Renditekennzahlen zu beobachten. Die Wachstumskennziffern erreichen ihre höchste Korrelation mit der Kursrendite nach 18 bis 24 Monaten. Das bestätigt zum einen die Ergebnisse von Baden aus dem Jahr 1992, zum anderen bringt es interessante Erkenntnisse über den Zusammenhang zwischen Wachstum und Kursrendite. Es ist davon auszugehen, dass ein Wachstum sich nachhaltig im Kurs manifestiert.

9.3.1 Korrelation der Rentabilität

Bei der Betrachtung Over-all ergibt sich ein hoch signifikanter Zusammenhang zwischen Eigenkapitalrentabilität sowie Gesamtkapitalrentabilität und der Kursrendite. Dies kommt nicht überraschend, korrelieren doch die beiden Rentabilitätskennziffern mit einem Wert von $R=0,959$ bei dem Signifikanzniveau von 1,0 (100% Vertrauenswahrscheinlichkeit) ebenfalls fast perfekt miteinander. Aus diesem Grunde soll des Weiteren nur die Eigenkapitalrentabilität diskutiert werden.

Das Bestimmtheitsmaß R erreicht für sie einen Wert von +0,416 (Sig. 0,99), also einen positiven mittleren Zusammenhang, in Verbindung mit dem Kurs sechs Monate nach dem Börsengang. Dieses Resultat war zu erwarten, besteht doch ein logischer Zusammenhang zwischen einer guten Eigenkapitalrenditeerwartung in der Zukunft und der damit verbundenen Möglichkeit, Ausschüttungen an die Aktionäre vorzunehmen, sowie dem Kurs im Vorfeld. Grafisch sieht die Verteilung folgendermaßen aus:

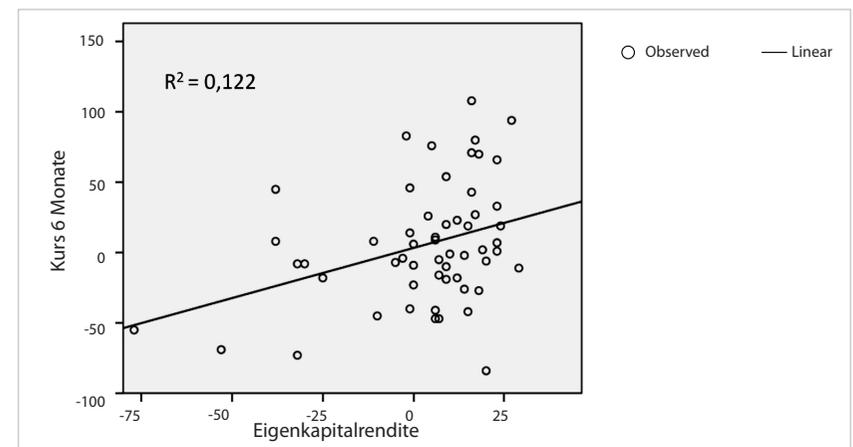


Abbildung 21: Korrelation Eigenkapitalrendite zu Kursrendite sechs Monate (Over-all)

Im Entry Standard ist die Korrelation $R=+0,480$ sogar noch etwas höher als Over-all, dafür leidet die Signifikanz. Sie ist mit 0,97 etwas geringer, allerdings noch unter der Grenze von 5% Fehlerwahrscheinlichkeit und damit immer noch sehr aussagekräftig. Dies bedeutet: Es besteht ein mittlerer Zusammenhang zwischen den Erwartungen der Anleger über die Gewinnsituation in einem halben Jahr und dem, was sie aktuell bereit sind für das Unternehmen zu zahlen.

Im Prime Standard ist der Zusammenhang mit $R=+0,397$ zwar um fast 0,1 geringer als im Entry Standard, dafür bei einer Signifikanz von 0,985.

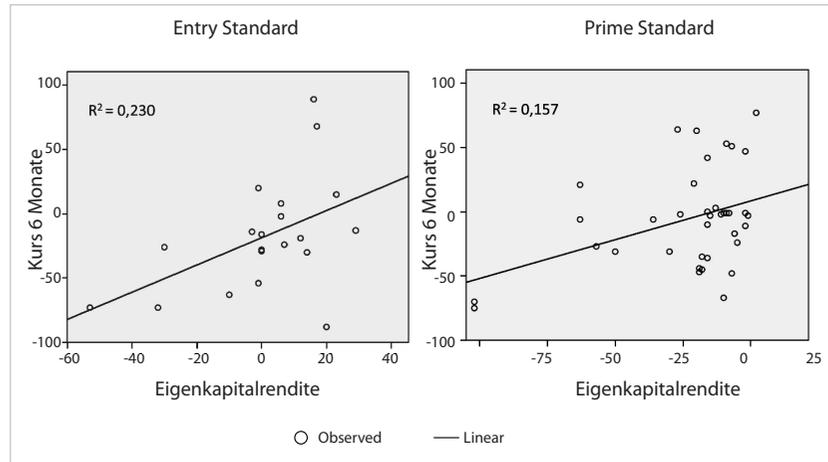


Abbildung 22: Korrelation Eigenkapitalrendite zu Kursrendite sechs Monate (ES & PS)

Der direkte Vergleich lässt den Schluss zu, dass es tendenziell einen höheren Zusammenhang zwischen Eigenkapitalrentabilität und Kursrendite im Entry Standard gibt.

Damit ergeben sich folgende Erkenntnisse bezüglich der Hypothese H_1 : Sie wird im Gesamten bestätigt mit einem mittleren signifikanten und positiven Ergebnis. Dies gilt sowohl für die Stichprobe des Entry Standards als auch der Vergleichsgruppe.

9.3.2 Korrelation des Wachstums

Bei der Untersuchung des Wachstums haben sich gleich mehrere Kennzahlen gezeigt, die positiv mit der Kursrendite korrelieren.

Beim Over-all sind es das Eigenkapitalwachstum, das Bilanzsummenwachstum, das Wachstum der EBITDA-Marge und das Wachstum des Jahresüberschusses.

Der mit Abstand größte Zusammenhang ergab sich beim Eigenkapitalwachstum. Dieses korrelierte mit der Kursrendite nach 18 Monaten mit einem Bestimmtheitsmaß von $R=+0,703$ bei einer hohen Signifikanz (0,99). Für die anderen drei Zeiträume besteht mit fast kontinuierlichen $R=+0,37$ bei hoher Signifikanz immerhin noch ein mittlerer Zusammenhang. Damit besteht ein sehr hoher positiver Zusammenhang zwischen dem Wachstum des Eigenkapitals in einer Periode und der Entwicklung der Kursrendite sechs Monate später. Dieses Resultat ist nachvollziehbar, schafft doch Eigenkapitalwachstum die Grundlage für kontinuierliches Wachstum und damit auch steigende Kursrenditen.

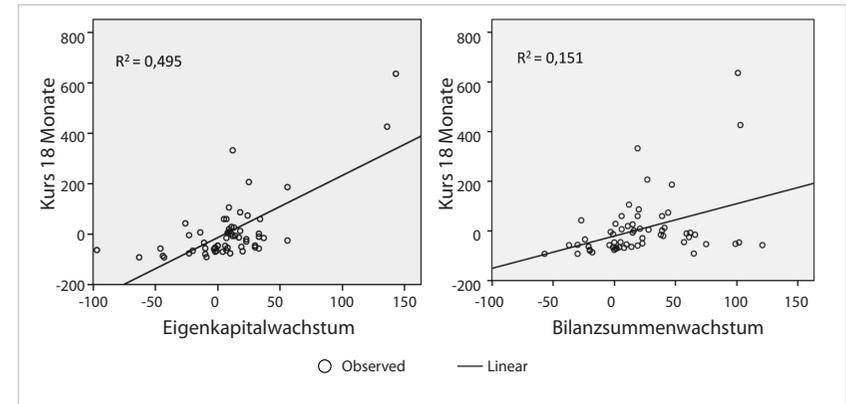


Abbildung 23: Korrelation Eigenkapitalwachstum und Bilanzsummenwachstum (Over-all)

Das Eigenkapitalwachstum im Entry Standard weist einen ebenfalls sehr hohen Zusammenhang zur Kursrendite nach 18 Monaten auf, analog zu der Entwicklung Over-all. Hier ist die Korrelation mit $+0,698$ nur geringfügig schwächer, bei immer noch sehr hoher Signifikanz. Dies bedeutet, dass auch bei Unternehmen im Entry Standard eine Veränderung des Eigenkapitals in sehr hohem positiven Zusammenhang mit der Entwicklung der Aktienrendite sechs Monate später steht. Auch beim Bilanzsummenwachstum ist in diesem Segment noch ein Zusammenhang zur Kursrendite nachweisbar. Es erreicht einen positiven mittleren Wert von $R=+0,518$ bei einer Fehlerwahrscheinlichkeit von 5%.

Im Prime Standard sind alle Werte mit einer Fehlerwahrscheinlichkeit von 5% behaftet. Darüber hinaus sind die Ergebnisse nicht mehr so stark korreliert wie im ES. Das Eigenkapitalwachstum schafft ein Ergebnis von $+0,386$ für die Periode nach zwölf Monaten, und das Bilanzsummenwachstum erreicht einen mittleren Wert von $+0,382$ für den gleichen Zeitraum.

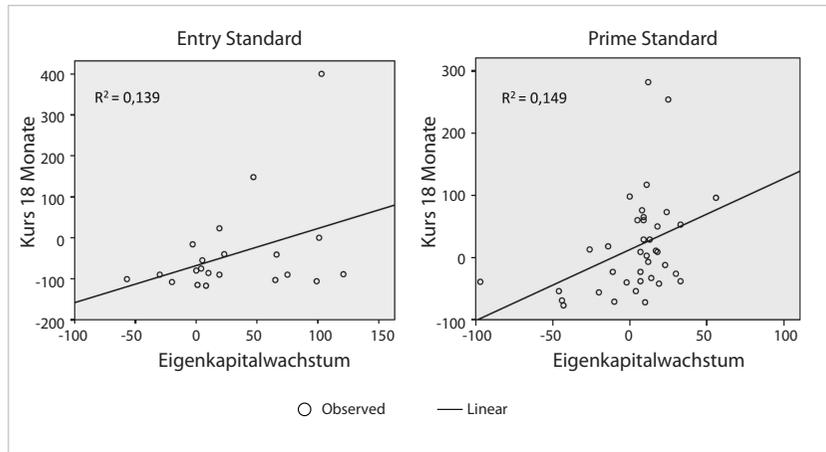


Abbildung 24: Korrelation Eigenkapitalwachstum und Kursrendite nach 18 Monaten (ES & PS)

Die gezeigten Werte bestätigen die Hypothese H2, die einen positiven Zusammenhang zwischen Wachstum und Kursrendite prognostiziert. Die Einzelanalyse der Börsensegmente zeigt auch hier, wie schon bei der Analyse der Rentabilität, dass bei ES-Unternehmen ein höherer Zusammenhang besteht, der im Fall des Wachstums sogar mit einer höheren Wahrscheinlichkeit eintritt.

Der Korrelationskoeffizient für Jahresüberschuss- und EBITDA-Wachstum weist bei beiden Gruppen einen Wert von $R=+0,3$ mit einer Signifikanz von 0,95 auf. Damit ist die Aussagekraft geringer als bei den vorangegangenen beiden Kennzahlen, trotzdem ist auch bei dem Wachstum dieser Kennzahlen noch ein Zusammenhang erkennbar.

9.3.3 Korrelation des Unternehmensalters

Bezüglich des Alters haben sich Over-all nur sehr geringe Werte ergeben, die darüber hinaus auch wenig signifikant waren.

Im direkten Vergleich der beiden Transparenzlevel kann nur der Entry Standard wirkliche Zusammenhänge aufweisen. In der Periode 24 Monate nach dem Börsengang ist $R=+0,415$ und enthält damit einen mittleren Zusammenhang zwischen dem Alter des Unternehmens und dessen Kursrendite zwölf Monate später. Das Ergebnis ist allerdings mit einer Fehlerwahrscheinlichkeit von 6,1% behaftet und damit nicht mehr als signifikant zu bezeichnen.

Im Prime Standard verhält es sich wie in der Gruppe Over-all. Die Ergebnisse korrelieren kaum miteinander.

Damit ist festzuhalten, dass die Hypothese H3, die einen positiven Zusammenhang zwischen Alter und Kursrendite unterstellt, wenn überhaupt, nur für den Entry Standard gültig ist. Ein logischer Zusammenhang könnte dabei unterstellt werden.

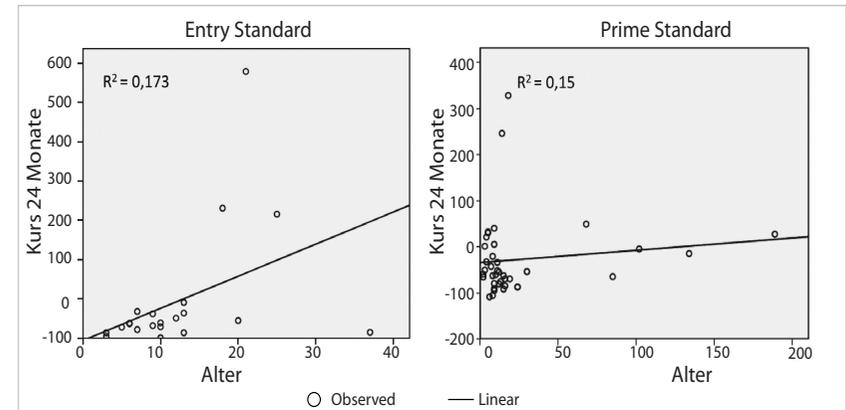


Abbildung 25: Korrelation Alter mit Kursrendite nach 24 Monaten

9.3.4 Korrelation der Umplatzierungsquote

Die Ergebnisse der Untersuchung zwischen Umplatzierungsquote und Kursrendite ergeben ähnliche Werte wie bereits die Analyse des Alters. Obwohl ein aus der Prinzipal-Agent-Theorie abzuleitender Zusammenhang zwischen Abgabe der Anteile von Altaktionären und der Entwicklung des Kurses sinnvoll wäre, lässt sich in dieser Untersuchung keine Korrelation der beiden Faktoren feststellen.

Der Entry Standard weist noch die höchsten Werte auf, mit $R=-0,376$, also dem prognostizierten, negativen Zusammenhang. Dieser Wert ist aber mit einer Signifikanz von 0,887, also 11,3% Fehlerwahrscheinlichkeit, wenig aussagekräftig. Im Prime Standard lässt sich kein Zusammenhang feststellen.

Somit ist die Hypothese H4 in ihrer Gesamtheit für diese Untersuchung zu verwerfen.

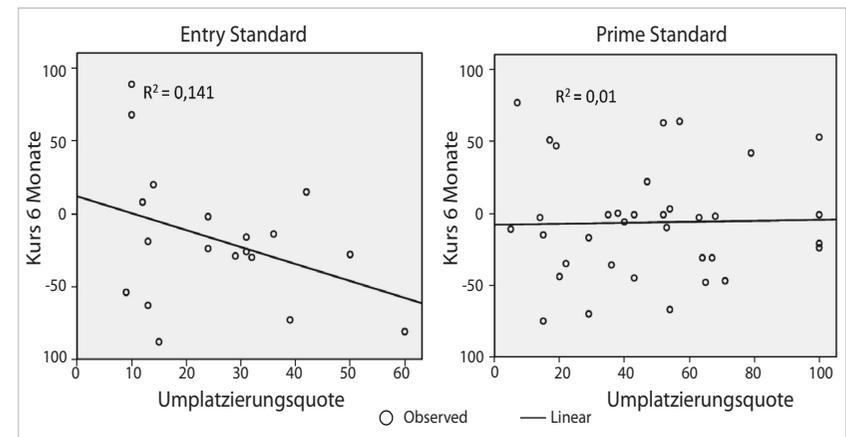


Abbildung 26: Korrelation Umplatzierungsquote mit Kurs nach sechs Monaten

9.3.5 Sonstige Korrelationen zur Kursrendite

Der Prime Standard weist noch einen weiteren positiven Zusammenhang für die Kennzahl des Gesamtkapitalumschlags mit der Kursrendite nach zwölf Monaten auf. Dieser mittlere Zusammenhang hat einen Korrelationskoeffizienten von $R=+0,317$ bei einem Signifikanzniveau von 0,95.

10 Fazit

Ziel dieser Arbeit war es, aus theoretischer Sicht einen Überblick über die Börsensegmente der Frankfurter Wertpapierbörse, speziell den Entry Standard, zu geben. Außerdem sollte empirisch der Einfluss eines Going Public auf die fundamentale Unternehmensentwicklung der Börsengänge 2005 und 2006 im Entry und Prime Standard untersucht werden. Eine weitere Zielsetzung war es, die Zusammenhänge zwischen den Fundamentalkennzahlen und der Kursperformance zu messen.

In Teil I wurde der Leser hierfür in die Grundlagen des Börsengangs eingeführt. Es zeigte sich, dass die Wachstumsfinanzierung mit 90% den größten Antrieb für Unternehmen darstellt, den Schritt an die Börse zu wagen. Image und Bekanntheit wurden mit 57% am zweithäufigsten, noch vor der Stärkung der Eigenkapitalbasis mit einem Ergebnis von 39%, genannt. Kapitel 2 identifizierte außerdem die wirtschaftliche Börsenreife als einen der wichtigsten Faktoren für einen erfolgreichen Börsengang. 72% der Privatanleger treffen ihre Anlageentscheidung aufgrund dieser Kriterien. Bei der Gruppe der institutionellen Investoren sind es sogar 93%. Dass gerade der zweite Personenkreis 74% der Investitionen im Entry Standard tätigt, unterstreicht nochmals die Wichtigkeit einer positiven Entwicklung fundamentaler wirtschaftlicher Einflussfaktoren, wie beispielsweise Umsatz, Rentabilität oder Gewinn, für eine gute Performance der Aktienkurse.

Anschließend folgte ein Überblick über die Theorien der Neuen Institutionenökonomik. Speziell die Ansätze der Prinzipal-Agent-Theorie machten deutlich, dass je weniger Transparenz ein Börsensegment aufweist, desto größer die Gefahr von opportunistischem Verhalten ist, bedingt durch die Informationsasymmetrie zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer. Daraus resultiert, dass es den Investoren aufgrund der geringen Transparenz nicht immer möglich ist, eine faire Bewertung vorzunehmen. Aus diesem Grunde müssen Unternehmen im gering regulierten Entry Standard tendenziell mit einem erhöhten Risikoaufschlag bzw. Kursabschlag rechnen.

Im Anschluss an die Theorien folgte die Einführung in die Markt-/Börsensegmente der FWB. Neben der Diskussion wichtiger Zulassungs- und Offenlegungspflichten wurde hier auch über Zielgruppen, Positionierung und die bisherige Entwicklung des Entry Standards berichtet. Im Vergleich dazu wurden ebenso die Eigenschaften des General sowie des Prime Standards diskutiert. Rückblickend ist die Einführung des Entry Standards aus gesamtwirtschaftlicher Sicht als positiv zu bewerten. Die deutschen Mittelstandsunternehmen haben mit ihm seit 2005 wieder eine Möglichkeit, ihre Eigenkapitalversorgung über die Börse zu stärken und damit auch global wettbewerbsfähig aufgestellt zu sein.

Investoren sowie Unternehmen sollten sich allerdings auch in Zukunft der Tatsache bewusst sein, dass es im Entry Standard gewisse „Spielregeln“ zu beachten gilt. Die

geringen Transparenzanforderungen, insbesondere das Listing ohne Prospekt, können sich als „zweischneidiges Schwert“ erweisen: Für Unternehmen vordergründig eine Entlastung, bergen sie die Gefahr, bei unvorsichtiger Außenkommunikation Sanktionen durch die BaFin zu riskieren. Für die Investoren bedeutet die geringe Transparenz in erster Linie ein erhöhtes Bewertungsrisiko, das eingeschätzt und übernommen werden muss. Dies lässt den Schluss zu, dass es für die meisten Unternehmen sinnvoll ist, den Börsengang mit einem Prospekt auf ein solides Fundament zu stellen und später in ausreichendem Maße, auch über die geforderte Pflichtpublizität hinaus, Informationen bereitzustellen.

Das Thema Bewertung von Neuemissionen und Preisfindung an der Börse rundete den ersten Teil ab und gab einen Einblick in die Methoden, mittels derer die Investoren Unternehmen bewerten und so letztendlich zu fairen Marktwerten, und damit verbunden den Börsenkursen, kommen. Im Besonderen gab die Betrachtung der Unternehmen hinsichtlich der Fundamentalkennzahlen dem Leser den nötigen Hintergrund für die folgende Untersuchung.

Teil II begann mit der empirischen Analyse der Kursperformance. Hier wurde eine Stichprobe bestehend aus den Neuemissionen der Entry-Standard-Unternehmen der Börsengänge 2005 und 2006 mit einer Vergleichsgruppe von Prime-Standard-Unternehmen aus der gleichen Periode untersucht. Beide Gruppen wurden mit einem breiten Marktindex, dem CDAX, verglichen, um externe Einflussfaktoren zu minimieren. Es zeigte sich, dass im Zeitablauf im Entry Standard wenige Unternehmen mit sehr positiver Kursentwicklung einer großen Zahl von Unternehmen mit einer negativen Kursentwicklung gegenüberstanden. Nach 24 Monaten konnten nur noch 14,3% der Unternehmen im Entry Standard eine positive Kursrendite vorweisen, im Vergleich zu dem als Benchmark eingesetzten CDAX. In der Vergleichsgruppe des Prime Standards waren es mit 25,6% deutlich mehr. Tendenziell waren allerdings die durchschnittlichen Kursrenditen beider Versuchsgruppen zum einen rückläufig und zum anderen negativ. Im direkten Vergleich war das negative Ergebnis der Stichprobe aus dem Entry Standard aber durchschnittlich doppelt so hoch wie im Prime Standard. Verbunden mit der knapp höheren Standardabweichung unterstreicht diese Erkenntnis zusätzlich den Risikoaspekt eines Investments im Entry Standard.

An die Analyse der Kursperformance schloss sich die Untersuchung der Fundamentaldaten der Emittenten an. Die Unternehmen wurden einem Vorher/Nachher-Vergleich unterzogen, in dem die Kennzahlen für zwei Jahre vor dem Börsengang und ein Jahr nach dem Börsengang miteinander verglichen wurden. Die Resultate zeigten, dass sowohl Stichprobe als auch Vergleichsgruppe teilweise gleiche Entwicklungen durchlebten. Beide Gruppen stockten ihren Eigenkapitalanteil durch den Börsengang um nochmals etwa die Hälfte auf (ES +56%, PS +51%). Ebenso erreichten beide Gruppen den Höhepunkt ihrer Eigenkapitalrendite bereits im Jahr vor dem Börsengang und lassen somit ein gezieltes Window Dressing vermuten. Der Vorher/Nachher-Vergleich lässt außerdem ein deutliches Absinken der Eigenkapitalrendite in beiden Gruppen erkennen. Der Entry Standard verliert verglichen mit dem Jahr vor dem Going Public 59%, im Prime Standard sind es sogar 63%. Trotz der stärkeren Reduktion liegt die Verzinsung des Eigenkapitals auch

im Jahr nach dem Börsengang im Prime Standard um 40% höher. Die um 3,4 Prozentpunkte fallende Umsatzrendite im Entry Standard macht im Vergleich zu der um 1,6 Prozentpunkte steigenden Umsatzrendite im Prime Standard deutlich, dass viele Unternehmen aus dem Entry Standard anscheinend nicht in der Lage waren, zusammen mit dem kräftigen Umsatzwachstum von 19% nach dem Börsengang auch in gleichem Maße den Jahresüberschuss zu steigern. Die Entry-Standard-Unternehmen wiesen bereits vor dem Börsengang mit 134,9% einen deutlich geringeren Verschuldungsgrad auf als der Prime Standard mit 212,0%. Dies wirkt sich durch den fehlenden Leverage-Effekt, also den Steuervorteil des Fremdkapitals, negativ auf die Renditen aus. Nach dem Börsengang und der damit verbundenen Zuführung von Eigenkapital war die Verschuldung des Entry Standards immer noch geringer, die Differenz betrug aber nur noch 18,5% im Vergleich zum Prime Standard. Positiv ist zu bemerken, dass die Anlageintensität beider Gruppen nach dem Börsengang zunimmt. Dies lässt darauf schließen, dass das aufgenommene Kapital in Anlageinvestitionen geflossen ist und somit der Börsengang tatsächlich als Quelle für die Wachstumsfinanzierung genutzt wurde. Hier setzten sich die Unternehmen aus dem Entry Standard, mit 11,2% mehr Wachstum, sogar positiv von der Vergleichsgruppe ab. Dies ist allerdings unter der Prämisse zu betrachten, dass die Entry-Standard-Unternehmen im Durchschnitt deutlich kleiner sind.

Teil III der Arbeit beinhaltete die Zusammenführung der ersten und zweiten Untersuchung in Form einer Korrelationsanalyse. Diese bewies den Zusammenhang zwischen den Fundamentalkennzahlen und der Kursperformance, wobei das Ergebnis mit Hilfe von Streudiagrammen grafisch dargestellt wurde.

Es stellte sich heraus, dass die Renditen mit einem positiven Zusammenhang von fast +0,5 einen hohen Einfluss auf die Kursentwicklung haben. Am signifikantesten waren die Ergebnisse für die Kennzahlen sechs bis zwölf Monate nach Messung des Kurses. Diesbezüglich kam die Untersuchung zu gleichen Ergebnissen wie bereits vorangegangene Studien. Die zweite einflussreiche Größe ist das Wachstum. Hier wurden sogar positive Zusammenhänge von +0,703 für z.B. das Eigenkapitalwachstum gemessen. Beim Vergleich der beiden Transparenzlevel stellte sich bezüglich der Signifikanz eine fast durchgehend höhere Aussagekraft auf Seiten des Entry Standards heraus. Das lässt darauf schließen, dass die Unternehmen in diesem Börsensegment tendenziell homogener sind. Es sei an dieser Stelle allerdings darauf hingewiesen, dass durch die begrenzte Anzahl der Untersuchungseinheiten, besonders im Entry Standard, die Feststellung unter Vorbehalt zu bewerten ist.

Die Untersuchung der Börsengänge 2005 und 2006 führte zu folgendem Ergebnis: Die Analyse hat ergeben, dass die Börsengänge im Entry Standard, gemessen an der Kursrendite sowie an der Eigenkapitalrendite, eine schlechtere Entwicklung erlebten als die im Prime Standard. Darüber hinaus wies der Entry Standard die höhere Standardabweichung und damit das größere Risiko auf. Auch die weiteren fundamentalen Kennzahlen des Entry Standards blieben häufig hinter denen des Prime Standards zurück. Daraus resultiert, dass im Durchschnitt die Börsengänge im Prime Standard 2005 und 2006 erfolgreicher waren als im Entry Standard.

Auch nach diesem Ergebnis bleibt zu bedenken, dass es sich bei den Unternehmen im Entry Standard vielfach um junge und kleine Firmen handelt. Diese verfügen bereits über eine gute Eigenkapitalausstattung und ein starkes Wachstum. Es bleibt abzuwarten, inwieweit die Kursentwicklung anhält, wenn das Geschäftsmodell der Unternehmen Zeit hatte sich zu beweisen. Dass es im Entry Standard auch Erfolgsstories gibt, hat die Untersuchung mit den Beispielen von Manz Automation, Roth & Rau oder Impreglon eindrucksvoll bewiesen.

Literaturverzeichnis

Bücher:

- Arlinghaus, Olaf*: Going Public, Der erfolgreiche Börsengang, Oldenbourg Verlag, Frankfurt, 2001.
- Backhaus, Klaus*: Multivariate Analysemethoden, 11. Auflage, Springer Verlag, 2006.
- Baden, Kay*: Vergleichende Unternehmensbeurteilungen und Aktienkurse, Band 13, Wissenschaftsverlag Vauk Kiel, 1992.
- Blättchen, Wolfgang*: Börseneinführung, Theorie und Praxis, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt, 1999.
- Brand, Dieter*: Der Transaktionskostenansatz in der betriebswirtschaftlichen Organisationstheorie, Peter Lang Verlag, Band 12, 1990.
- Deutsche Börse AG*: Praxishandbuch Börsengang, Gabler Verlag, 1. Auflage, 2008.
- Duller, Christine*: Einführung in die Statistik mit Excel und SPSS, 2. Auflage, Physica-Verlag, 2007.
- Fueglistaller, Urs*: Entrepreneurship, 2. Auflage, Gabler Verlag, 2008.
- Gabler Wirtschaftslexikon*: Gabler Verlag, 15. Auflage, 2000.
- Göbel, Elisabeth*: Neue Institutionenökonomik, Lucius & Lucius Verlagsgesellschaft, 2002.
- Griebel, Eva*: Ad-hoc Publizität und Zwischenberichterstattung im deutschen Corporate Governance System, 1. Aufl., Gabler Edition Wissenschaft, 2006.
- Hellerforth, Michaela*: BWL für Immobilienwirtschaft, Oldenbourg Verlag, 2007.
- Hering, Thomas*: Unternehmungswert und Rechnungswesen, 1. Auflage, Gabler Verlag, 2008.
- Kühne, Bettina*: Asymmetrische Bindungen in Geschäftsbeziehungen, Gabler Edition Wissenschaft, 2007.
- Küting, Karlheinz*: Die Bilanzanalyse, 5. Auflage, Schäffer-Poeschel, 2000.
- Kurtb, Andreas*: Agency-Probleme und Performance von Initial Public Offerings, Gabler Edition Wissenschaft, 2005.
- Lukas, Andreas*: Unternehmensbewertung und intellektuelles Kapital, Schmidt Verlag, 2004.
- Mensch, Gerhard*: Investition, Oldenbourg Verlag, 2002.
- Päßler, Nadja M.*: Interessenkonflikte in der Informationsintermediation, Peter Lang Verlag, Band 79, 2007.
- Picot, Arnold*: Die grenzenlose Unternehmung, Gabler Verlag, 5. Auflage, 2003.
- Pierbattisti, Sara*: Die Investor Relations-Arbeit in deutschen Unternehmen, DIRK Forschungsreihe: Band 9, GoingPublic Media, 2007.
- Pöler, Arnd*: Aktionärsorientierte Unternehmensführung, 1. Auflage, Gabler Verlag, 2007.
- Popp, Matthias*: Prozess der Unternehmensbewertung: Teil B: Vergangenheits- und Lageanalyse, In: Peemöller, Volker (Hrsg.) Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 3. aktualisierte und erweiterte Auflage, Herne/Berlin, NWB Verlag, 2005.
- Prätsch, Joachim*: Finanzmanagement, 3. Auflage, Springer Verlag, 2007.
- Preißler, Peter*: Betriebswirtschaftliche Kennzahlen, Oldenbourg Verlag, 2008.
- Reichering, Peter*: Praxishandbuch Finanzierung, Gabler Verlag, 2005.
- Schacht, Ulrich*: Praxishandbuch Unternehmensbewertung, Gabler Verlag, 2005.
- Schwetje, Gerald*: Der Businessplan, Springer Verlag, 2004.
- Seppelfricke, Peter*: Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, 3. Auflage, Schäffer-Poeschel Verlag, 2007.
- Voigt, Christoph*: Unternehmensbewertung, Gabler Verlag, 1. Auflage, 2005.
- Williamson, Oliver*: The Mechanisms of Governance, Oxford University Press, 1996.
- Wirtz, Bernd*: IPO-Management. Strukturen und Erfolgsfaktoren, Gabler Verlag, 1. Auflage, 2001.
- Witte, Sebastian*: Unternehmensbewertung mittels Ertragswertverfahren, 1. Auflage, GRIN Verlag, 2007.

Zeitschriftenartikel:

- Ablers, Dr. Martin:* Geringe Liquidität – hohe Volatilität, In: *GoingPublic Magazin Sonderbeilage*, Heft 5, S. 32, 2008.
- Diegelmann, Michael:* Investorenmeinungen zum Entry Standard, In: *GoingPublic Magazin Sonderbeilage*, Heft 5, 2008.
- Fickel, Karl:* Eingangstor statt Endstation, In: *GoingPublic Magazin Sonderbeilage*, Heft 2, S. 30, 2006.
- Mühlhaus, Axel:* Standpunkt, In: *GoingPublic Magazin, Sonderbeilage*, Heft 5, S. 46, 2007.
- Picot, Arnold:* Transaktionskostenansatz in der Organisationstheorie – Stand der Diskussion und Aussagewert, In: *Die Betriebswirtschaft*, 42. Jahrgang, Heft 2, S. 269 – 284.
- Picot, Arnold:* Transaktionskosten im Handel – Zur Notwendigkeit einer flexiblen Strukturierung in der Distribution, In: *Betriebsberater-Zeitschrift für Recht und Wirtschaft, Beilage 13*, 1986, zu Heft 27, 1986.

Zeitungen:

- Grass, Doris:* Entry Standard stößt auf Skepsis, In: *Financial Times Deutschland*, vom 24.10.05, S. 23.
- Mußler, Hanno:* „Wir waren ein One-Night-Stand für die Banken“, In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 30.03.2006, S. 24.

Internetquellen:

(Alphabetisch sortiert nach Adressen)

- Deutsche Börse – General Standard:* www.boerse-frankfurt.de/DE/index.aspx?pageID=44&NewsID=85 Download: 01.11.2008.
- Comdirect Website:* www.comdirect.de/
- Deutsche Börse Website:* <http://deutsche-boerse.com/>
- Deutsche Börse:* www.deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/.../Handelsblatt_Jahrestagung_Private_Equity.pdf, Download: 24.10.08.
- Deutsche Börse – IPO Guide:* http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/listing/20_Going_Public/03_I-POint/62_IPO_Guide, Download: 25.10.2008.
- Deutsche Börse – Designated Sponsors:* http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/listing/30_Being_Public/30_Products_and_Services/30_Designated_Sponsors, Download: 30.10.2008.

- Richter, R.:* Neue Institutionenökonomik. Ideen und Möglichkeiten, In: *Zeitschrift für Wirtschaft- und Sozialwissenschaften*, Hergs. v. Krause-Junk, 1996.
- Schmid, Mathias:* Ein Markt – Zwei Zugangsregularien, In: *GoingPublic Magazin Sonderbeilage*, Heft 5, S. 24ff., 2007
- Steinbach, Dr. Martin:* Positive Bilanz nach zweieinhalb Jahren, In: *GoingPublic Magazin Sonderbeilage*, Heft 5, S. 6, 2008.
- Tüngler, Marc:* Kampf mit der Transparenz, In: *GoingPublic Magazin Sonderbeilage*, Heft 5, S. 38, 2007.
- Wegmann, Prof. Dr. Jürgen:* 2 Jahre Entry Standard – eine Erfolgsgeschichte, In: *GoingPublic Magazin Sonderbeilage*, Heft 12, S. 50, 2007.
- Weiler, Lutz:* Vorbehalte ernst nehmen, In: *GoingPublic Magazin*, Heft 10, S. 10, 2007.

- Riess, Rainer:* Maßgeschneiderte Wege an die Börse, In: *Börsen Zeitung*, Ausgabe Nr. 81, S. 3.
- Schell, Christian:* Kleine Firmen bewähren sich an der Börse, In: *Handelsblatt*, vom 15.09.08, S. D3.

- Deutsche Börse – Facts & Figures:* http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/notescontent/gdb_navigation/listing/50_Reports_and_Statistics/40_facts_figures/INTEGRATE/zpd?notesDoc=KIR+LC_Support_Facts_Figures&expand=view, Download: 13.11.08.
- Deutsche Börse – IPOint:* http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/listing/20_Going_Public/03_I-POint/73_CoC, Download: 18.11.08.
- Justizrat – Der Gang an die Börse – eine Chance für den Mittelstand:* www.dr-lipps.de/05_10_justizrat_1_99.pdf, 22.10.08/Justiz-Rat, Download: 23.10.08.
- Strategische Finanzierung über die Börse:* www.investkredit.at/pubs/pdf_142.pdf, Download: 23.10.2008.
- Meyers Lexikon:* <http://lexikon.meyers.de/wissen/General+Standard>, Download: 01.11.08.

- Website – Moneycentral:* <http://moneycentral.msn.com/companyreport>
- Johannis Müller – Bankkredit; Finanzierung zu günstigen Konditionen sichern:* www.muellerberatung.de/wirtschaftsberatung/fileadmin/pdf/Bankkredit.pdf, Download: 22.10.2008.
- Onvista – Website:* www.onvista.de/
- Universität Münster:* www.uni-muenster.de/Rektorat/Forschungsberichte-2003-2004/fo04ra23.htm, Download: 18.11.08.

- Website Wirtschaftslexikon:* www.wirtschaftslexikon24.net/d/directors-dealing/directors-dealing.htm, Download: 08.11.08.
- www.wirtschaftslexikon24.net/d/cash-flow/cash-flow.htm, Download: 01.12.08.
- Unternehmensbewertung; D: Kommunikation von Strategie, Planung und Steuerung:* www.wu-wien.ac.at/dcf/down/cf/potsch_10_unternehmensbewertung.pdf, Download: 18.11.08.
- ZET Online – Website:* www.zet.de/online/2006/50/Quer dax, Download: 24.09.2008.

Studien:

- Studie des DAI: Erfahrungen von Neuemittenten am deutschen Aktienmarkt 2005 & 2006:* www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_publicationen.htm, Download: 02.11.2008.

- Studie des DAI, Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, 2005:* www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_publicationen.htm, Download: 02.11.2008.

Nicht zitierte Literatur:

- Heinzel, Thomas Anton:* *Dynamic Hedging Strategies and Option Pricing in Bond Market Models with Transaction Costs*, Difo-Druck OHG, Bamberg, 1999.

- Marquart, Dirk Steffen:* *Financial Markets Performance, Theory and Empirical Evidence*, Verlag Paul Haupt Bern, 1998.

Anhang

Anhang 1: Strukturkennzahlen	90
Anhang 2: Ertragslage	91
Anhang 3: Liquidität	91
Anhang 4: Rechtliche Voraussetzungen zur formalen Börsenreife	92
Anhang 5: Zulassungsfolgeflichten Entry Standard	92
Anhang 6: Anlegerschutzgesetze, die im Open Market <u>nicht</u> gelten	92
Anhang 7: Antragsdokumente für die Einbeziehung der Aktien in den Handel des Entry Standard.....	93
Anhang 8: Zulassungsfolgeflichten im regulierten Markt sowie Freiverkehr	93
Anhang 9: Interview mit Torsten Teichert, Vorstandsvorsitzender Lloyd Fonds, in der FAZ vom 30.03.06	95
Anhang 10: Tabelle Korrelation Over-all	98
Anhang 11: Tabelle Korrelation Prime Standard	99
Anhang 12: Tabelle Korrelation Entry Standard	99

Anhang 1: Strukturkennzahlen

Eigenkapital

	T-2		T-1		T 0		T+1	
	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.
MEDIAN	1.260.000,0	8.350.000,0	2.250.000,0	17.390.000,0	15.445.000,0	69.440.000,0	19.140.000,0	73.600.000,0
MITTELWERT	3.590.339,2	68.392.857,1	5.878.711,9	129.435.789,5	20.862.954,5	281.362.564,1	26.537.227,3	308.790.256,4
STANDARDABW.	7.559.412,1	182.348.594,2	8.855.809,0	296.877.606,9	16.665.408,4	456.176.647,4	24.793.687,2	529.938.229,5
MAXIMUM	29.450.000,0	931.100.000,0	36.770.000,0	1.512.600.000,0	66.690.000,0	2.330.000.000,0	89.140.000,0	2.765.200.000,0
75% QUARTIL	3.245.000,0	38.300.000,0	4.747.500,0	64.157.500,0	24.141.250,0	268.700.000,0	39.712.250,0	327.700.000,0
25% QUARTIL	438.222,1	1.565.000,0	1.162.500,0	6.087.500,0	11.530.000,0	48.060.000,0	8.837.500,0	47.525.000,0
MINIMUM	-5.850.000,0	-161.800.000,0	-399.989,0	-4.090.000,0	2.780.000,0	22.520.000,0	0,0	1.030.000,0
ANTEIL WERTE > 0	78,9%	88,6%	95,5%	97,4%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fremdkapital

	T-2		T-1		T 0		T+1	
	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.
MEDIAN	4.550.000,0	20.995.000,0	5.700.000,0	38.230.000,0	8.000.000,0	44.370.000,0	10.550.000,0	76.010.000,0
MITTELWERT	11.713.588,3	284.410.000,0	14.572.896,6	463.116.410,3	29.134.285,7	478.858.461,5	42.116.190,5	616.787.179,5
STANDARDABW.	14.235.330,9	546.400.459,0	19.157.445,4	982.164.115,2	48.452.252,3	1.099.085.262,1	1.352.296.281,3	1.352.296.281,3
MAXIMUM	48.160.000,0	1.884.300.000,0	76.790.000,0	5.071.600.000,0	170.280.000,0	6.307.600.000,0	291.230.000,0	7.856.400.000,0
75% QUARTIL	11.795.000,0	125.545.000,0	16.660.000,0	306.065.000,0	33.570.000,0	318.705.000,0	53.320.000,0	592.335.000,0
25% QUARTIL	2.865.000,0	10.367.500,0	2.360.000,0	15.100.000,0	2.260.000,0	18.855.000,0	2.300.000,0	28.505.000,0
MINIMUM	830.000,0	1.480.000,0	740.000,0	2.670.000,0	640.000,0	1.700.000,0	0,0	2.290.000,0
ANTEIL WERTE > 0	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Gesamtkapital

	T-2		T-1		T 0		T+1	
	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.
MEDIAN	6.100.000,0	25.490.000,0	6.210.839,5	68.500.000,0	19.890.000,0	112.110.000,0	25.200.000,0	150.470.000,0
MITTELWERT	15.303.927,5	350.903.055,6	20.730.516,2	589.233.333,3	49.801.904,8	760.221.025,6	68.651.428,6	925.577.435,9
STANDARDABW.	21.124.044,4	677.215.348,2	26.779.006,5	1.240.754.825,5	60.293.863,4	1.520.179.907,3	84.244.547,6	1.847.931.244,4
MAXIMUM	77.610.000,0	454.440.000,0	100.000.000,0	6.584.200.000,0	232.430.000,0	8.637.600.000,0	303.360.000,0	10.621.600.000,0
75% QUARTIL	14.100.000,0	263.010.000,0	21.400.000,0	398.105.000,0	68.690.000,0	707.560.000,0	97.410.000,0	830.550.000,0
25% QUARTIL	3.630.000,0	12.875.000,0	3.670.000,0	24.145.000,0	14.400.000,0	74.230.000,0	10.790.000,0	81.905.000,0
MINIMUM	1.150.000,0	1.940.000,0	2.000.000,0	7.270.000,0	3.800.000,0	31.600.000,0	0,0	28.200.000,0
ANTEIL WERTE > 0	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Anlagevermögen

	T-2		T-1		T 0		T+1	
	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.
MEDIAN	2.150.000,0	9.940.000,0	1.845.000,0	15.520.000,0	3.390.000,0	32.510.000,0	7.460.000,0	66.960.000,0
MITTELWERT	6.682.874,8	218.630.540,5	8.557.231,2	385.815.641,0	11.512.857,1	475.538.717,9	19.035.500,0	584.952.307,7
STANDARDABW.	10.700.803,3	454.445.679,5	12.269.442,6	1.024.685.752,1	20.830.868,6	1.303.723.536,1	29.472.565,3	1.639.989.641,6
MAXIMUM	45.170.000,0	1.955.300.000,0	45.730.000,0	5.986.600.000,0	56.430.000,0	70.879.100.000,0	82.720.000,0	10.103.000.000,0
75% QUARTIL	8.840.000,0	55.780.000,0	10.440.000,0	146.530.000,0	11.652.500,0	312.455.000,0	35.175.000,0	322.715.000,0
25% QUARTIL	905.000,0	3.620.000,0	1.302.500,0	4.250.000,0	1.460.000,0	8.180.000,0	3.415.000,0	17.240.000,0
MINIMUM	90.000,0	-2.090.000,0	290.000,0	940.000,0	-31.660.000,0	1.460.000,0	-45.220.000,0	2.080.000,0
ANTEIL WERTE > 0	100,0%	97,3%	100,0%	100,0%	95,2%	100,0%	95,0%	100,0%

Umlaufvermögen

	T-2		T-1		T 0		T+1	
	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.
MEDIAN	3.615.000,0	16.870.000,0	5.993.107,3	33.970.000,0	16.395.000,0	93.260.000,0	16.230.000,0	83.780.000,0
MITTELWERT	8.191.500,0	129.805.142,9	13.685.282,5	203.417.692,3	36.549.090,9	284.682.307,7	48.225.909,1	340.625.128,2
STANDARDABW.	11.835.993,5	308.777.532,1	18.573.565,7	361.599.337,4	48.500.384,3	406.293.374,4	72.139.650,0	490.152.784,0
MAXIMUM	47.760.000,0	1.630.120.000,0	78.250.000,0	1.660.610.000,0	183.670.000,0	1.972.230.000,0	303.360.000,0	2.230.700.000,0
75% QUARTIL	7.157.500,0	55.590.000,0	12.755.000,0	211.940.000,0	32.882.500,0	350.345.000,0	55.330.000,0	504.075.000,0
25% QUARTIL	1.755.000,0	6.325.000,0	1.900.000,0	16.435.000,0	11.562.500,0	56.430.000,0	6.800.000,0	62.565.000,0
MINIMUM	30.000,0	1.420.000,0	880.000,0	3.190.000,0	2.340.000,0	2.090.000,0	0,0	12.870.000,0
ANTEIL WERTE > 0	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	95,5%	100,0%

Kurzfristiges Fremdkapital

	T-2		T-1		T 0		T+1	
	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.
MEDIAN	2.700.000,0	11.835.000,0	2.420.000,0	25.260.000,0	4.480.000,0	25.210.000,0	2.470.000,0	41.690.000,0
MITTELWERT	8.590.618,1	112.388.823,5	11.279.188,8	142.512.162,2	23.307.261,5	158.078.378,4	35.219.523,8	216.231.648,6
STANDARDABW.	12.896.574,4	235.453.341,1	17.894.514,7	252.741.810,9	48.291.538,2	256.771.145,8	70.495.453,8	332.652.636,2
MAXIMUM	47.920.000,0	1.198.240.000,0	78.400.000,0	1.053.600.000,0	176.370.000,0	1.023.000.000,0	291.240.000,0	1.295.160.000,0
75% QUARTIL	7.800.000,0	112.455.000,0	10.907.500,0	180.610.000,0	17.010.000,0	187.630.000,0	26.040.000,0	302.680.000,0
25% QUARTIL	947.500,0	5.480.000,0	1.372.500,0	10.370.000,0	1.542.500,0	11.690.000,0	2.070.000,0	18.980.000,0
MINIMUM	10.000,0	0,0	62.154,5	700.000,0	160.000,0	1.530.000,0	129.999,1	1.980.000,0
ANTEIL WERTE > 0	100,0%	97,1%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Anhang 2: Ertragslage

EBITDA

	T-2		T-1		T 0		T+1	
	ENTRY S.	PRIME S.						
MEDIAN	885.000,0	5.300.000,0	2.420.000,0	10.710.000,0	2.810.000,0	12.720.000,0	2.270.000,0	15.680.000,0
MITTELWERT	2.423.333,3	33.822.000,0	3.354.545,5	52.432.820,5	5.110.909,1	74.498.025,6	5.529.545,5	115.295.262,2
STANDARDABW.	4.275.425,9	96.060.021,1	5.222.143,2	113.889.005,3	10.676.085,4	148.735.540,1	7.732.285,0	280.833.668,7
MAXIMUM	14.440.000,0	465.900.000,0	20.360.000,0	605.600.000,0	48.590.000,0	788.300.000,0	20.880.000,0	1.435.700.000,0
75% QUARTIL	3.327.500,0	17.535.000,0	4.692.500,0	46.770.000,0	5.905.000,0	63.090.000,0	9.217.500,0	97.112.500,0
25% QUARTIL	-55.000,0	-235.000,0	382.500,0	2.855.000,0	1.245.000,0	6.775.000,0	22.500,0	3.942.500,0
MINIMUM	-3.820.000,0	-43.900.000,0	-5.900.000,0	-12.100.000,0	-7.040.000,0	-18.560.000,0	-4.170.000,0	-23.670.000,0
ANTEIL WERTE > 0	72,2%	71,4%	81,8%	84,6%	77,3%	87,2%	72,7%	78,9%

Jahresüberschuss

	T-2		T-1		T 0		T+1	
	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.	ENTRY S.	PRIME S.
MEDIAN	40.000,0	370.000,0	565.000,0	1.810.000,0	840.000,0	7.600.000,0	180.000,0	7.440.000,0
MITTELWERT	31.189,0	-4.010.000,0	842.367,8	-1.708.717,9	1.303.409,1	26.013.846,2	1.720.000,0	33.021.076,9
STANDARDABW.	1.357.871,7	41.676.911,1	2.733.123,0	50.805.924,3	7.334.807,6	63.823.051,0	4.534.678,0	124.664.743,0
MAXIMUM	3.330.000,0	128.800.000,0	8.520.000,0	143.700.000,0	31.520.000,0	311.300.000,0	13.630.000,0	563.900.000,0
75% QUARTIL	362.500,0	4.500.000,0	1.362.500,0	9.930.000,0	2.185.000,0	30.100.000,0	3.300.000,0	27.545.000,0
25% QUARTIL	-125.000,0	-2.375.000,0	50.000,0	-995.000,0	-307.500,0	2.375.000,0	-340.000,0	-1.301.000,0
MINIMUM	-4.250.000,0	-203.600.000,0	-6.740.000,0	-196.000.000,0	-8.920.000,0	-89.850.000,0	-4.240.000,0	-246.300.000,0
ANTEIL WERTE > 0	70,0%	51,4%	77,3%	69,2%	68,2%	79,5%	57,1%	71,8%

Umsatz

	T-2		T-1		T 0		T+1	
	ENTRY S.	PRIME S.						
MEDIAN	4.500.000,0	36.665.000,0	14.120.000,0	60.660.000,0	20.875.000,0	133.430.000,0	35.145.000,0	147.690.000,0
MITTELWERT	19.557.270,6	427.219.444,4	32.289.950,0	498.511.538,5	49.721.500,0	632.008.461,5	71.175.000,0	753.329.769,2
STANDARDABW.	36.747.670,2	980.596						

Anhang 4: Rechtliche Voraussetzungen zur formalen Börsenreife

Marktsegment	Amtlicher Handel	Geregelter Markt	Neuer Markt	Freiverkehr
Unternehmens-Darstellung	Prospekt	Unternehmensbericht	Beides	Exposé
Mindestaktien-Emission	voraus. Kurswert. mind 25 Mio. DM in EUR	Nennbetrag 5000.000,- DM in EUR	voraus. Kurswert. mind 10 Mio. DM in EUR	keine
Mindeststückzahl	keine	keine	100.000 aus Kapitalerhöhung	keine
Gattung	Stämme oder Vorzüge	Stämme oder Vorzüge	nur Stämme bei Emissionen	Stämme oder Vorzüge
Streuung	Mind. 25% d. Grundkapitals	Mindestkapital	mind. 15%, sollte 25% d. Grundkap.	keine
Alter des Unternehmens	> 3 Jahre	keine	mind. 1 Jahr, sollte > 3	ohne
Gebühren	Geb.-ordnung	Halbe Gebühren des amtlichen Handels	25% amlt. + 15.000 Notierungsgeb. p.a.	je Verfahren bis 1.500,- DM
Sprache	Deutsch	Deutsch	Deutsch und Englisch	Deutsch
Rechnungslegung	HGB	HGB	HGB mit Überltg. bzw. US-GAAP oder IAS	HGB
Recht	BörsG, Börs-ZulVO, ProspektG	BörsG, BörsO, ProspektG	Regelwerk Neuer Markt, BörsG, BörsO, ProspektG	Richtlinien
Übernahmekodex	empfohlen	---	obligatorisch	---

Anhang 5: Zulassungsfolgepflichten Entry Standard³⁴⁰

- Veröffentlichung wesentlicher Unternehmensnachrichten oder Tatsachen, die den Börsenpreis beeinflussen können, auf der Unternehmenswebsite
- Testierter Konzern-Jahresabschluss samt Konzernlagebericht (national GAAP/HGB oder IFRS), spätestens innerhalb von sechs Monaten nach Beendigung des Berichtszeitraums und Erscheinen des Geschäftsberichts auf der Unternehmenswebsite
- Jährlich aktualisiertes Unternehmensprofil sowie Unternehmenskalender auf der Unternehmenswebsite
- Zwischenbericht innerhalb von drei Monaten nach dem 1. Halbjahr eines jeden Geschäftsjahrs auf der Unternehmenswebsite

Anhang 6: Anlegerschutzgesetze, die im Open Market nicht gelten³⁴¹

- Börsenzulassung im Sinne des § 3 Abs. 2 Aktiengesetz (AktG)
- Ad-hoc-Publizitätspflicht des § 15 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)
- Meldung des Erreichens von Schwellenwerten nach § 21 WpHG
- Verpflichtung zu Zwischenberichten nach § 40 Börsengesetz (BörsG) in Verbindung mit § 50 Börsenzulassungsverordnung (BörsenZulVO)
- Pflichtangebot bei Kontrollwechsel gemäß Wertpapierübernahmegesetz (WpÜG)
- Prospekt, so wie es sich um eine prospektfreie Privatplatzierung gemäß § 3 WpPG handelt

340) Deutsche Börse, (2008). http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/FAQ_OM_ES.pdf, S. 6.

341) Deutsche Börse, (2008). http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/FAQ_OM_ES.pdf, S. 5.

Anhang 7: Antragsdokumente für die Einbeziehung der Aktien in den Handel des Entry Standard³⁴²

- Antrag auf Einbeziehung der Aktien (Formular)
- Exposé oder der durch die nationale Aufsichtsbehörde (in Deutschland: BaFin) bewilligte Wertpapierprospekt gemäß WpPG (bei öffentlichem Angebot)
- Formale Zustimmungserklärung des Emittenten
- Verpflichtungserklärung hinsichtlich der Einhaltung der Regeln (Anlage 1 der Freiverkehrsrichtlinie)
- Vorschlag eines Skontroführers (XONTRO) und ggf. Nennung eines Designated Sponsor (Xetra)
- Nachweis, dass vom Emittenten ein Deutsche Börse Listing Partner beauftragt wurde, der das Unternehmen im Entry Standard fortlaufend betreut (Mindestinhalte in Anlage 3 der Freiverkehrsrichtlinie)
- Aktueller Handelsregister-Auszug des Emittenten, der zum Zeitpunkt der Stellung des Antrags auf Einbeziehung nicht älter als 4 Wochen ist
- Eine zum Zeitpunkt der Stellung des Antrages auf Einbeziehung gültige Satzung des Emittenten
- Geprüfter Konzernabschluss samt Konzernlagebericht des Emittenten in der Rechtsform der Aktiengesellschaft
- Ein nach den Vorgaben des Freiverkehrsträgers gemäß Anlage 2 erstelltes Unternehmenskurzportrait des Emittenten zum Zwecke der Veröffentlichung auf den Internetseiten des Emittenten.

Anhang 8: Zulassungsfolgepflichten im regulierten Markt sowie Freiverkehr³⁴³

Folgepflichten	Regulierter Markt		Freiverkehr	
	Prime Standard	General Standard	Prime Standard	General Standard
Insiderregelungen	Ja, §§ 12, 13, 14 WpHG Ab Stellung bzw. Veröffentlichung des Zulassungsantrages	Ja, §§ 12, 13, 14 WpHG Ab Stellung bzw. Veröffentlichung des Zulassungsantrages	Ja, §§ 12, 13, 14 WpHG Ab Stellung bzw. Veröffentlichung des Zulassungsantrages	Ja, §§ 12, 13, 14 WpHG Ab Stellung bzw. Veröffentlichung des Zulassungsantrages
Insiderverzeichnis	Ja, § 15b WpHG i.V.m. §§ 14-16 WpAIV	WpAIV	Nein	Nein
Ad-hoc-Publizität	Ja, (unverzüglich) § 15 WpHG i.V.m. §§ 3a-9 WpAIV Ab Stellung bzw. Veröffentlichung des Zulassungsantrages	Ja, (unverzüglich) § 15 WpHG i.V.m. §§ 3a-9 WpAIV Ab Stellung bzw. Veröffentlichung des Zulassungsantrages	Ja, eingeschränkt § 140 Abs. 1 BörsO FWB i.B.m. § 17 Abs. 2a) AGBF FWB Ab Einbeziehung der Aktien (Veröffentlichung wesentlicher Unternehmensnachrichten auf der IR-Website)	Nein
Directors' Dealings	Ja, (Frist: 5 Werktage) § 15a WpHG i.V.m. §§ 10-13 WpAIV Ab Stellung bzw. Veröffentlichung des Zulassungsantrages	Ja, (Frist: 5 Werktage) § 15a WpHG i.V.m. §§ 10-13 WpAIV Ab Stellung bzw. Veröffentlichung des Zulassungsantrages	Nein	Nein
Meldung von Beteiligungsschwellen	Ja, (Frist: 3 Handelstage) §§ 21 ff. WpHG i.V.m. §§ 17-21 WpAIV	Ja, (Frist: 3 Handelstage) §§ 21 ff. WpHG i.V.m. §§ 17-21 WpAIV	Ja, eingeschränkt, §§ 20-22 AktG	Ja, eingeschränkt, §§ 20-22 AktG
Mitteilung der Gesamtzahl der Stimmrechte	Ja, (Frist: 3 Handelstage) § 26a WpHG i.V.m. §§ 17-21 WpAIV	Ja, (Frist: 3 Handelstage) § 26a WpHG i.V.m. §§ 17-21 WpAIV	Nein	Nein
Mitteilung sonstiger Finanzierungsinstrumente	Ja, (Frist: 3 Handelstage) § 25 WpHG i.V.m. §§ 17-21 WpAIV	Ja, (Frist: 3 Handelstage) § 25 WpHG i.V.m. §§ 17-21 WpAIV	Nein	Nein

342) Deutsche Börse, (2008). http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/FAQ_OM_ES.pdf, S. 3.

343) Datenbank Kirchhoff Consult

Folgeflichten	Regulierter Markt		Freiverkehr	
	Prime Standard	General Standard	Prime Standard	General Standard
Mitteilung von HV- und Finanzierungsangelegenheiten (Dividenden)	Ja, (unverzüglich) § 30b WpHG	Ja, (unverzüglich) § 30b WpHG	Nein	Nein
Mitteilung sonstiger Änderungen von mit Aktien verbundenen Risiken	Ja, (unverzüglich) § 30e WpHG i.V.m. § 26 WpAIV	Ja, (unverzüglich) § 30e WpHG i.V.m. § 26 WpAIV	Nein	Nein
Beabsichtigte Satzungsänderungen	Ja, (unverzüglich) § 30c WpHG	Ja, (unverzüglich) § 30c WpHG	Nein	Nein
Jährliches Dokument	Ja, § 10 WpPG i.V.m. § 14 Abs. 2 WpPG	Ja, § 10 WpPG i.V.m. § 14 Abs. 2 WpPG	Nein	Nein
Unternehmenskalender	Ja, § 42 BörsG i.V.m. § 49 BörsO FWB in deutscher und englischer Sprache	Nein	Ja, § 140 Abs. 1 BörsO FWB i.V.m. § 17 Abs. 2a) AGBF FWB	Nein
Corporate Governance Kodex	Ja, § 161 AktG. Präambel DCGK	Ja, § 161 AktG. Präambel DCGK	Nein	Nein
Rechnungslegung	Konzernabschluss nach IFRS, §§ 315a Abs. 1, 2 HGB, 37y WpHG	Konzernabschluss nach IFRS, §§ 315a Abs. 1, 2 HGB, 37y WpHG	Konzernabschluss nach HGB oder IFRS, § 140 Abs. 1 BörsO FWB i.V.m. § 17 Abs. 2b) AGBF FWB	Nein
Elektronischer Jahresabschluss	Ja, (Frist: 4 Monate) § 325 Abs. 1, 4 HGB	Ja, (Frist: 4 Monate) § 325 Abs. 1, 4 HGB	Ja, (Frist: 4 Monate) § 325 Abs. 1, 4 HGB	Ja, (Frist: 4 Monate) § 325 Abs. 1, 4 HGB
Halbjahresfinanzbericht	Ja, in deutscherr und englischer Sprache §§ 37w WpHG, 48 BörsO FWB i.V.m. § 22–24 WpAIV	Ja, § 37w WpHG, i.V.m. § 22–24 WpAIV	Nein, aber Zwischenbericht § 140 Abs. 1 BörsO FWB i.V.m. § 17 Abs. 2c) AGBF FWB	Nein

Folgeflichten	Regulierter Markt		Freiverkehr	
	Prime Standard	General Standard	Prime Standard	General Standard
Quartalsberichte	Ja, in deutscherr und englischer Sprache § 48 BörsO FWB i.V.m. § 22–24 WpAIV	Nein, aber Zwischenbericht, § 37x Abs. 1, 2 WpHG i.V.m. § 22–24 WpAIV	Nein	Nein
Bilanzpressekonferenz	Freiwillig, arg. ex § 50 BörsO FWB	Freiwillig	Nein	Nein
Jährliche Analystenkonferenz	Ja, § 42 BörsG i.V.m. § 50 BörsO FWB	Nein	Nein	Nein
Designated Sponsor	Ja, soweit Leistungskategorie B (Liquiditätsmaß/XLM > 100 oder durchschnittlicher Orderbuchumsatz < 2,5 Mio. EUR pro Tag)	Ja, soweit Leistungskategorie B (Liquiditätsmaß/XLM > 100 oder durchschnittlicher Orderbuchumsatz < 2,5 Mio. EUR pro Tag)	Nein/Freiwillig (Beauftragung eines Deutsche Börse Listing Partners)	Nein
WpÜG-Übnahmerecht	Ja, §§ 1 Abs. 1, 2 WpÜG	Ja, §§ 1 Abs. 1, 2 WpÜG	Nein	Nein

Anhang 9: Interview mit Torsten Teichert, Vorstandsvorsitzender Lloyd Fonds, in der FAZ vom 30.03.06

30.03.2006, Seite: 24, Druckauflage: 466355

Frankfurter Allgemeine Zeitung

„Wir waren ein One-Night-Stand für die Banken“

Torsten Teichert, Vorstandsvorsitzender von Lloyd Fonds, übt Manöverkritik am Börsengang des Emissionshauses für geschlossene Fonds

Das Gespräch führte Hanno Müßler.

Die Lloyd Fonds AG, ein Emissionshaus geschlossener Fonds, wagte im November 2005 den Gang an die Börse. Das Unternehmen wollte eigentlich Aktien im Wert von rund 140 Millionen Euro platzieren. Am Ende waren es nur 100 Millionen. Die Preisspanne für die zur Zeichnung bereitstehenden Aktien mußte mehrmals – zuletzt kurz vor dem Ende der Zeichnungsfrist – gesenkt werden, weil sich nicht genügend Anleger für die Aktien fanden. Im Gespräch mit dieser Zeitung gibt der Vorstandsvorsitzende Torsten Teichert vor dem Börsengang stehenden Unternehmen Tipps zur Kommunikation mit den Anlegern und Analysten. Teichert kritisiert zudem die gesetzlich eingeschränkten Informationsmöglichkeiten von Börsenkandidaten. Hart ins Gericht geht Teichert mit dem Bankenkonsortium, das Lloyd Fonds nur mit Ach und Krach an die Börse brachte.

Herr Teichert, der Börsengang der Lloyd Fonds AG im November 2005 stand unter keinem guten Stern. Sind Sie bezüglich des optimalen Zeitpunkts von Ihrem Bankenkonsortium falsch beraten worden?

So weit würde ich nicht gehen. Uns war allen klar, daß es besser wäre, wir würden vor unserem Branchenkonkurrenten HCI an der Börse sein. HCI allerdings wollte unbedingt vor uns gehen. Wir sitzen hier in Hamburg mit unseren Büros auf Sichtweite. Deshalb konnten wir HCI nicht überraschen und mußten ihnen leider schließlich den Vortritt lassen.

Der Börsengang von HCI hatte eine schlechte Presse. Zudem fielen eine Gewinnwarnung des Finanzvertriebs AWD und deutliche Kursverluste von MPC, dem Unternehmen, mit dem Sie sich am ehesten vergleichen, in die Phase unmittelbar vor dem Börsengang. Ist dann gar nichts mehr zu machen?

Na ja, es kann ja nicht immer die Sonne scheinen. Wenn Banken die Aufgabe übernehmen, ein Unternehmen an die Börse

zu bringen, müssen sie mit Gegenwind rechnen. Ich war schon sehr überrascht, wie viele Wendungen, die uns manchmal auch recht hektisch vorkamen, es im Vorfeld des Börsengangs gab. Man ist als Börsenneuling diesen Marktgegebenheiten manchmal doch recht hilflos ausgeliefert. Da haben wir uns schon gefragt, ob wir eigentlich noch Akteur und Auftraggeber sind oder nur Kunde, vielleicht sogar nur Spielball in dem großen Spiel, das man IPO nennt.

Die Banken sagen den Journalisten immer, wenn sie auf den Pressekonferenzen die Preisspanne für den Börsengang bekanntgeben, diese Kurse seien realistisch, weil zuvor intensive Kontakte mit zu diesen Preisen interessierten Investoren stattgefunden hätten.

Ich kann nur sagen: Es dürfte wahrscheinlich nicht wenigen Börsenkandidaten beim Schwur, also bei der finalen Besprechung zur Festlegung des IPO-Preises so gehen, daß man latent enttäuscht über den Emissionskurs ist. Angesichts der Erwartungen, die von den Banken im Vorfeld des IPO geweckt wurden, hatten natürlich auch wir mit mehr gerechnet. Was uns aber am meisten überrascht hat, ist die Tatsache, über wie wenig eingefahrene Vertriebskanäle die Banken scheinbar verfügen. Wir als Emissionshaus kennen ja das Geschäft von Eigenkapital-Platzierungen recht gut. Und ich hatte oft den Eindruck, daß wir unseren Vertrieb besser kennen und strategischer planen können. Seltsam war für mich auch das Geschachere zwischen den Banken, wer uns bei welchem Investor tatsächlich in der Pre-IPO-Phase präsentieren darf. Da floßen manchmal schon die Fetzen, und wir mußten schlichtend eingreifen.

Dabei hatten Sie mit der DZ Bank, Sal. Oppenheim, HSBC Trinkaus & Burkhardt sowie M. M. Warburg nicht gerade die unerfahrensten Konsortialbanken engagiert.

Wir bei Lloyd Fonds sammeln von Investoren Eigenkapital ein, zum Beispiel um ein Schiff zu finanzieren. Das Thema Ver-

Frankfurter Allgemeine Zeitung – 30.03.2006

trieb ist mir also nicht unbekannt. Wenn ich einmal ein nicht ganz so gutes Schiff habe, dann gehe ich zu einem alten Vertriebspartner und sage, jetzt hilfst du mir bitte, und ich helfe dir ein anderes Mal. Das war hier nicht möglich, obwohl wir mit knapp 100 Millionen Euro nicht wirklich eine große Emission waren: Der Markt will euch nicht, zumindest nicht zu dem Preis, den wir euch vorher gesagt haben. Das hat mich sehr erstaunt. Denn auch der Verkäufer kann ein Stück den Markt machen. Davon habe ich bei unserem Börsengang allerdings leider wenig erlebt.

Warum gibt es bei einem Börsengang diese von Ihnen beschriebenen Kommunikationsprobleme? Wie muß man deuten, daß die selbstbewußte Tochtergesellschaft Union Investment ausgerechnet beim von der Mutter begleiteten Börsengang nur Kaufaufträge zu Preisen deutlich unter der eigentlich geltenden Preisspanne abgibt?

Zu Kaufaufträgen der Union Invest kann ich, Sie werden das verstehen, keine Stellung nehmen. Die Banken berufen sich in schwierigen Situationen gerne auf „Chinese Walls“. Im Fall des Börsenganges heißt dies, daß es keinen Kontakt zwischen Analysten, Vertriebsleuten und konzerninternen Käufern geben darf. Ich persönlich glaube nicht an diese Chinese Walls. In Wahrheit sind die Chinese Walls dünn wie japanische Reiswände. Ohnehin steht ja praktisch jeder Börsengang ganz im Zeichen davon, Haftungsrisiken für die Banken auszuschließen. Wie wir uns als Unternehmen am besten präsentieren, mußte dahinter zurückstehen.

Wo zeigte sich das?

Zum Beispiel in der Kommunikation mit den Analysten. Ich hatte meine mit der Bank abgestimmte Fünfjahresplanung vor mir, durfte aber nur historische Zahlen kommunizieren. Denn wenn die Prognosen nicht eintreffen, hätte es womöglich für Anleger einen Anknüpfungspunkt für Prospekthaftungsklagen gegen die Banken gegeben. Die Banken verlangen eine Art Doppelkommunikation, man kann schon fast von Doppelzüngigkeit reden: Wir durften zwar nichts sagen, aber es muß alles zum Analysten und Journalisten herüberkommen. Wir sind die Offenlegung von Prognosen und Planungen über mehrere Jahre von unserem eigenen Fondsgeschäft gewohnt. Ich verstehe nicht, warum dies bei einem IPO nicht

auch möglich ist. Das würde bei den Investoren einiges an Unsicherheit nehmen und für sehr viel mehr Transparenz bei Börsengängen sorgen. Meine Forderung aufgrund eigener Erfahrungen wäre: Die Unternehmen, die an die Börse gehen wollen, müssen die Möglichkeit haben, ihre eigenen Planzahlen ehrlich zu kommunizieren, damit nicht die Katze im Sack gekauft wird.

Das war für Sie als studierter Kommunikationswissenschaftler doch kein echtes Problem?

Leider doch, denn eine solche Kassiber-Kommunikation ist schon sehr ungewöhnlich. Das ist die Art von Kommunikation, bei der man mehr unterm Tisch spricht. Wir haben uns wirklich die Haare gerauft. Als die Vertriebsleute unsere Verzweiflung gesehen haben, machten sie immerhin Vorschläge. Dann konnten wir zu den Analysten sagen: Stellen Sie sich vor, der Gewinn 2006 könnte der Quotient aus X und Y sein. Es lief dann auf eine Art Voodoo-Dreisatz-Kommunikation hinaus. Manchmal wirkten die Gespräche wie munteres Topfschlagen: kalt, wärmer, ganz warm . . .

Ist Ihnen die Stimmung der Anleger vor dem Börsengang entglitten?

Ich komme ursprünglich aus der Politik, insofern bin ich den Umgang mit Stimmungen gewöhnt. Mich Analysten und Kursen zu unterwerfen ist mir nicht unangenehm. Es ist uns kein großer GAU unterlaufen. Dem Vorstandsvorsitzenden Teichert wurde nicht vorgeworfen, er sei Mitglied einer Sekte, kein von Lloyd Fonds finanziertes Schiff hat einen Riß bekommen oder ist gesunken – und es gab keine Fehler in unserer Bilanz. Das war es also nicht. Zudem konnten wir uns über die Medienresonanz beim Börsengang, die sich ausschließlich auf unser Unternehmen bezog, nicht beschweren. Da waren einige Zeichnungsempfehlungen von Finanzmagazinen dabei. Es gab vielmehr gerade in den zwei, drei Wochen, als wir für unseren Börsengang geworben haben, ein erschreckendes Desinteresse der Anleger für Aktien von Finanzvertrieben und Fondsinitiatoren.

Am Ende mußte die Preisspanne gesenkt werden. Warum war der Börsengang dennoch nur knapp überzeichnet?

Es war ein Geächze bis zum letzten Tag. Viele Kaufaufträge sind erst in den

Frankfurter Allgemeine Zeitung – 30.03.2006

letzten 40 Stunden hereingekommen. In London war für uns überhaupt nichts zu holen. Da hatte HCI ganze Arbeit geleistet. Dennoch wurden wir überflüssigerweise auf unseren Roadshows zwei Tage durch London gejagt, ein Fokus auf andere Finanzplätze hätte uns sicherlich mehr genutzt. Die Banken haben es in diesem Zusammenhang leider auch nicht geschafft, den Unterschied zwischen Lloyd Fonds und HCI deutlich zu machen. Vielmehr rechneten sie plötzlich mit einem ganz anderen Diskontierungszins auf unsere künftigen Gewinne, um die niedrige Preisspanne zu begründen.

War die Absage des Börsenganges ein Thema?

Nein. Das war für uns keine Alternative. Was die Höhe der Preisspanne angeht, ist man hinterher immer schlauer. Ich habe mich auf unsere Banken verlassen, und bei Festlegung der ursprünglichen Preisspanne war ich es sogar, der diese Spanne deutlicher senkte, als dies ursprünglich vorgesehen war. Am Ende sind unsere Aktien vor allem bei deutschen und österreichischen Anlegern gelandet. Wir hatten aber keine Möglichkeit, unsere Aktionäre groß auszuwählen. Normalerweise gehört es auch dazu, die Eigen-

tümerschaft sinnvoll zu strukturieren.

Sie haben die Frage zu Beginn unseres Gesprächs selbst aufgeworfen: Was waren Sie denn nun: Akteur, Auftraggeber, Kunde oder Spielball?

Ich dachte lange, Lloyd Fonds sei Kunde der Banken. Aber das war ein fundamentaler Irrtum. Die Kunden der Banken sind die Anleger. Wir waren Objekt, Verkaufsmasse, kurzfristige Gelegenheit, der One-Night-Stand. Die Anleger dagegen sieht der Bankenvertrieb immer wieder. Unmittelbar nach dem Börsengang haben wir noch ein bißchen gefeiert, obwohl wir sicherlich nicht zufrieden waren. Ein Investmentbanker hat in seiner Rede lapidar gesagt: Lloyd Fonds hat sich doch ganz gut geschlagen. Ein Wort zur eigenen Performance hat er nicht gefunden.

Klingt, als hätten Sie immer noch Frust?

Überhaupt nicht. Wir sind inzwischen an der Börse angekommen. Es gelingt uns, den Markt mit unserer Leistungsbilanz zu überzeugen. Der Börsenkurs von Lloyd Fonds ist seit dem IPO um fast 20 Prozent gestiegen. Wir kommen mit der neuen Situation gut zurecht. Es geht auch nicht darum nachzutreten. Mir geht es um eine konstruktive Manöverkritik.

Anhang 10: Tabelle Korrelation Over-all

Die folgenden Korrelationstabellen führen nur Werte, die eine Korrelation mit der Kursrendite aufweisen. Fundamentalkennzahlen, die einen Zusammenhang untereinander aufweisen, wurden nicht aufgeführt.

Correlations

		K6	K18	K.24	EKR	BSw	EKw	JUEw	EBITDAw
K6	Pearson Correlation	1,000	,572**	,499**	,349**	,315**	,371**	,196	,191
EBITDAw	Sig. (2-tailed)		,000	,000	,008	,015	,004	,147	,155
GKUMs	N	60,000	60	30	56	59	59	56	57
K18	Pearson Correlation	,571**	1,000	,682**	,232	,389**	,703**	,302*	,306*
	Sig. (2-tailed)	,000		,000	,085	,002	,000	,024	,021
	N	60	60,000	60	56	59	59	56	57
K.24	Pearson Correlation	,499**	,682**	1,000	,255	,187	,370**	,327*	,324*
	Sig. (2-tailed)	,000	,000		,057	,157	,004	,014	,014
	N	60	60	60,000	56	59	59	56	57
EKR	Pearson Correlation	,349**	,232	,255	1,000	,420**	,522**	,492**	,509**
	Sig. (2-tailed)	,008	,085	,057		,001	,000	,000	,000
	N	56	56	56	56,000	55	55	53	53

		K6	K18	K.24	EKR	BSw	EKw	JUEw	EBITDAw
BSw	Pearson Correlation	,315*	,389**	,187	,420**	1,000	,710**	,137	,241
	Sig. (2-tailed)	,015	,002	,157	,001		,000	,319	,073
	N	59	59	59	55	59,000	59	55	56
EKw	Pearson Correlation	,371**	,703**	,370**	,522**	,710**	1,000	,409**	,385**
	Sig. (2-tailed)	,004	,000	,004	,000	,000		,002	,003
	N	59	59	59	55	59	59,000	55	56
JUEw	Pearson Correlation	,196	,302*	,327*	,492**	,137	,409**	1,000	,679**
	Sig. (2-tailed)	,147	,024	,014	,000	,319	,002		,000
	N	56	56	56	53	55	55	56,000	53
EBITDAw	Pearson Correlation	,191	,306*	,324*	,509**	,241	,385**	,679**	1,000
	Sig. (2-tailed)	,155	,021	,014	,000	,073	,003	,000	
	N	57	57	57	53	56	56	53	57,000

Anhang 11: Tabelle Korrelation Prime Standard:

		K.6	K12	GKUMs	EKR	BSw	EKw
K.6	Pearson Correlation	1,000	,729**	,126	,397*	,280	,337*
	Sig. (2-tailed)		,000	,444	,015	,088	,039
	N	39,000	39	39	37	38	38
K12	Pearson Correlation	,729**	1,000	,317*	,277	,382*	,386*
	Sig. (2-tailed)	,000		,049	,097	,018	,017
	N	39	39,000	39	37	38	38
GKUMs	Pearson Correlation	,126	,317*	1,000	,232	,224	,124
	Sig. (2-tailed)	,444	,049		,167	,177	,459
	N	39	39	39,000	37	38	38
EKR	Pearson Correlation	,397*	,277	,232	1,000	,516**	,797**
	Sig. (2-tailed)	,015	,097	,167		,001	,000
	N	37	37	37	37,000	36	36
BSw	Pearson Correlation	,280	,382*	,224	,516**	1,000	,671**
	Sig. (2-tailed)	,088	,018	,177	,001		,000
	N	38	38	38	36	38,000	38
EKw	Pearson Correlation	,377*	,386*	,124	,797**	,671**	1,000
	Sig. (2-tailed)	,039	,017	,459	,000	,000	
	N	38	38	38	36	38	38,000

Anhang 12: Tabelle Korrelation Entry Standard

		K.6	K.18	EKR	BSw	EKw
K.6	Pearson Correlation	1,000	,294	,480*	,518*	,611**
	Sig. (2-tailed)		,196	,032	,016	,003
	N	21,000	21	20	21	21
K.18	Pearson Correlation	,294	1,000	,244	,372	,698**
	Sig. (2-tailed)	,196		,300	,096	,000
	N	21	21,000	20	21	21
EKR	Pearson Correlation	,480*	,244	1,000	,486*	,522*
	Sig. (2-tailed)	,032	,300		,030	,018
	N	20	20	20,000	20	20
BSw	Pearson Correlation	,518*	,372	,486*	1,000	,719**
	Sig. (2-tailed)	,016	,096	,030		,000
	N	21	21	20	21,000	21
EKw	Pearson Correlation	,611**	,698**	,522*	,719**	1,000
	Sig. (2-tailed)	,003	,000	,018	,000	
	N	21	21	20	21	21,000

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Über den Autor

CHRISTOPH TESCH ist seit Januar 2009 als Consultant im Bereich Emissionsberatung/Investor Relations bei der Kirchhoff Consult AG in Hamburg tätig. Seine Aufgaben liegen in der Vorbereitung von Kapitalmarkttransaktionen und der inhaltlichen Beratung bei der Erstellung von Investor Relations Instrumenten. Herr Tesch absolvierte ein betriebswirtschaftliches Studium an der Fachhochschule Osnabrück mit den Studienschwerpunkten Finanzwirtschaft und Marketing. Er ist ausgebildeter Bank- und Sparkassenkaufmann und war bis zum Beginn des Studiums als Privatkundenbetreuer bei der Sparkasse Osnabrück tätig.





Wer wir sind

Der Deutsche Investor Relations Verband ist der deutsche Berufsverband für Investor Relations (IR). Als Sprachrohr der IR-Professionals vertritt der DIRK die Belange seiner Mitglieder aktiv im Dialog mit den Interessengruppen und Institutionen des Kapitalmarkts, der Politik und der Öffentlichkeit. Seinen Mitgliedern bietet der Verband aktive fachliche Unterstützung und fördert den regelmäßigen Austausch untereinander sowie mit IR-Fachleuten aus aller Welt. Darüber hinaus setzt er Maßstäbe für die professionelle Aus- und Weiterbildung des IR-Nachwuchses in Deutschland.

Mit über 350 Mitgliedern setzt der DIRK die Standards für die Kommunikation zwischen Unternehmen und dem Kapitalmarkt. Die Bandbreite der im DIRK organisierten Unternehmen umfasst sämtliche DAX-Werte sowie das Gros der im MDAX, SDAX und TecDAX gelisteten Aktiengesellschaften bis hin zu kleinen Unternehmen und solchen, die den Gang an die Börse noch vor sich haben oder Fremdkapitalinstrumente emittieren.

Was wir tun

Das Ziel, eine effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt zu erreichen, verfolgt der DIRK, indem er

- die Professionalisierung der Investor Relations weiter vorantreibt,
- die gemeinsamen Interessen der Mitglieder im Dialog mit allen Interessengruppen und Institutionen des Kapitalmarktes, der Politik und der Öffentlichkeit aktiv vertritt,
- seine Mitglieder mit Expertise aus den eigenen Reihen und durch Kontakte zu kompetenten Partnern unterstützt,
- den regelmäßigen Erfahrungs- und Informations-Austausch unter den Mitgliedern und mit IR-Verantwortlichen in aller Welt fördert,
- sich als maßgebliche Instanz für Aus- und Weiterbildung des Investor Relations-Nachwuchses in Deutschland positioniert und
- die wissenschaftliche Begleitung des Berufsfeldes fördert und betreibt.

Was wir bieten

Der DIRK bietet seinen Mitgliedern eine Vielzahl hochkarätiger Veranstaltungen, Diskussionsforen, Publikationen und Weiterbildungsmöglichkeiten. Dazu gehören

- die jährliche DIRK-Konferenz mit Top-Keynote-Sprechern, Vorträgen, Expertenrunden, Workshops und Fachmesse sowie der Verleihung des „Deutschen Investor Relations-Preises“
- halbjährliche Mitgliederversammlungen mit Fachvorträgen und praxisnahen Berichten
- regelmäßige regionale Treffen und Praxis-Workshops zu aktuellen Themen
- der CIRO – Certified Investor Relations Officer: Erster und einziger funktions-spezifischer Studiengang für IR-Mitarbeiter
- die enge Zusammenarbeit und der regelmäßige Austausch mit kapitalmarkt-relevanten Institutionen
- die Veröffentlichung von Studien, Umfragen, Forschungsarbeiten und wissenschaftlichen Publikationen im IR-Bereich
- die Zusammenarbeit mit ausgesuchten Hochschulen zur Förderung des IR-Nachwuchses
- Stellungnahmen und Vertretung der Mitgliederinteressen in diversen Fachgremien
- die DIRK-Website (www.dirk.org) mit umfassenden Informationen rund um IR
- HIRE – Hire Investor Relations Experts: Stellenbörse zur Vermittlung von IR-Stellen und Praktika
- DIRS – Database of Investor Relations Services: Einzige umfassende und funktions-spezifische IR-Dienstleisterdatenbank im deutschsprachigen Raum.

Weitere Informationen

DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.
Baumwall 7 (Überseehaus)
20459 Hamburg

T. +49 (0)40.4136 3960
F. +49 (0)40.4136 3969

E-Mail: info@dirk.org

Website: www.dirk.org



Das Weiterbildungsprogramm des DIRK

Vor dem Hintergrund der ständig steigenden Anforderungen seitens des Kapitalmarktes wird eine alle Aspekte der IR-Arbeit umfassende Weiterbildung bereits seit längerer Zeit gefordert. Der DIRK hat sich dieser Aufgabe angenommen und bietet mit dem CIRO (Certified Investor Relations Officer) ein umfassendes funktionspezifisches Weiterbildungsprogramm an.

Das Studium ist modular aufgebaut und deckt in fünf aufeinander abgestimmten Teilen vor allem die Breite und Vielschichtigkeit der Aufgaben eines IR-Managers ab. Unter der Devise „IR von A bis Z“ werden Zusammenhänge zwischen den einzelnen Themengebieten vermittelt.

Die Wissens- und Stoffvermittlung erfolgt in Form von drei sich ergänzenden Lehrmethoden. Das Selbststudium mittels Studienbriefen wird unterstützt durch Online-Tutoring. Abgerundet wird jedes Modul durch eine zweitägige Präsenzveranstaltung, wobei diese nicht lediglich dem Wiederholen der Studienbriefinhalte, sondern insbesondere auch der Vertiefung und interaktiven Erarbeitung von besonders wichtigen Themengebieten dient.

Der vollständige CIRO-Studiengang dauert 6 Monate und kann berufsbegleitend absolviert werden, wobei die Kombination von „learning on the job“ und praxisbezogenem theoretischem Lernstoff in idealer Weise geeignet ist, die Breite des für erfolgreiche IR-Arbeit notwendigen Wissens direkt umsetzbar zu vermitteln.

Erfolgreich beendet wird der Studiengang seitens der Teilnehmer mit dem Bestehen einer anspruchsvollen schriftlichen und mündlichen Prüfung und darauf folgender CIRO-Zertifizierung.

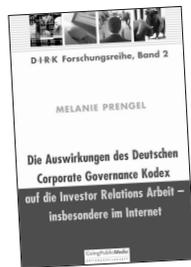
Ziel des DIRK ist, mit dieser Zertifizierung einen Standard im Bereich der IR-Weiterbildung zu setzen.

Weitere Informationen unter www.dirk.org.

Die DIRK-Forschungsreihe!

Lucy Brauns Arbeit „Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt“, erster Band der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., stellt ausführlich dar, welche kommunikativen Möglichkeiten Investor Relations-Verantwortlichen in der Krise zur Verfügung stehen, und reflektiert das Thema dabei eindrucksvoll anhand der spezifischen Besonderheiten des Neuen Marktes.

Lucy Braun: Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt, DIRK Forschungsreihe, Band 1, Februar 2003, broschiert, 21,80 Euro



Im zweiten Band aus der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V. werden die Regeln zur Unternehmensleitung und -kontrolle in einen größeren Kontext gestellt. Hierzu gehört nicht nur die Entwicklung

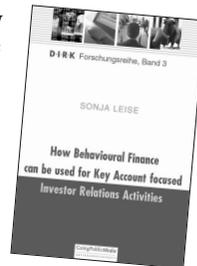
der Corporate Governance in Deutschland mit Gesetzesreformen und privaten

Regelwerken, sondern auch ein Vergleich mit Regelwerken anderer Länder, insbesondere den USA. Aufbauend hierauf werden Handlungsempfehlungen und Anregungen zur Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex gegeben.

Melanie Pregel: Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die Investor Relations Arbeit – insbesondere im Internet, DIRK Forschungsreihe, Band 2, September 2003, broschiert, 29,- Euro

This research project by Sonja Leise focuses on the question whether the knowledge of behavioural finance can help investor relations managers to approach their key investors more effectively. The author used secondary literature as well as primary research to draw interesting conclusions. Furthermore, investor relations and behavioural finance are defined and links between both topics are identified.

Sonja Leise: How Behavioural Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities, DIRK Forschungsreihe, Band 3, Juni 2004, broschiert, 29,- Euro



Margit Wendling untersucht mit ihrer Forschungsarbeit, gleichzeitig Band 4 der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., welchen Einfluss neben den fundamentalen

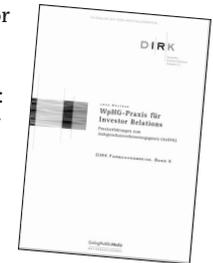
Unternehmensdaten auch qualitative Faktoren, darunter insbesondere die Marke, auf Aktieninvestments haben.

Margit Wendling: Die Aktie als Marke – Implikationen auf die entscheidungsrelevanten Faktoren bei Aktieninvestments, DIRK Forschungsreihe, Band 4, Februar 2005, broschiert, 29,- Euro

In seiner Ausarbeitung „WpHG-Praxis für Investor Relations – Praxiserfahrungen zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG)“, gleichzeitig Band 5 der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., schildert Rechtsanwalt und Autor Jens Wolfram detailliert die Balance zwischen den Interessen der verschiedenen Institutionen, welche vom AnSVG betroffen sind, und gibt aus langjähriger Erfahrung mit der Umsetzung kapitalmarktregulierender Gesetze heraus praxistaugliche Empfehlungen für

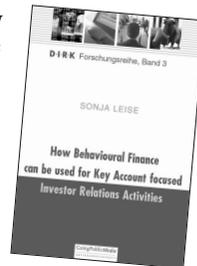
die tägliche Investor Relations-Arbeit.

Jens Wolfram: WpHG-Praxis für Investor Relations – Praxiserfahrungen zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG), DIRK Forschungsreihe, Band 5, Oktober 2005, broschiert, 39,- Euro



Investor Relations Verband e.V., bietet Autor Dr. Christopher Ridder eine Fülle von Ansatzpunkten zur direkten Anpassung der IR-Arbeit in der Praxis.

Christopher Ridder: Investor Relations-Qualität: Determinanten und Wirkungen – Theoretische Konzeption und empirische Überprüfung für den deutschen Kapitalmarkt, DIRK Forschungsreihe, Band 6, Mai 2006, broschiert, 59,- Euro



Investor Relations Verband e.V., bietet Autor Dr. Christopher Ridder eine Fülle von Ansatzpunkten zur direkten Anpassung der IR-Arbeit in der Praxis.

Christopher Ridder: Investor Relations-Qualität: Determinanten und Wirkungen – Theoretische Konzeption und empirische Überprüfung für den deutschen Kapitalmarkt, DIRK Forschungsreihe, Band 6, Mai 2006, broschiert, 59,- Euro

Die DIRK-Forschungsreihe!



Clemens Denks setzt sich mit seiner Forschungsarbeit, gleichzeitig Band 7 der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., insbesondere mit den Informationsgewinnungs- und Informationsverarbeitungsprozessen von Anleihegläubigern auseinander. Auf Basis der

hieraus gewonnenen Erkenntnisse werden konkrete Handlungsempfehlungen für anleiheemittierende Unternehmen gegeben und erläutert, wie die Beziehungen zu Fremdkapitalinvestoren verbessert werden können.

Clemens Denks: Bondholder Relations: Informationsgewinnung und -verarbeitung von Corporate-Bond-Investoren, DIRK Forschungsreihe, Band 7, Oktober 2006, broschiert, 29,- Euro

Pia Tiffe setzt sich in der vorliegenden Arbeit, gleichzeitig Band 8 der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., mit den Anforderungen an die IR aus Sicht der Finanzanalysten auseinander. Sie analysiert dafür zunächst theoretisch die Instrumente der IR. Im empirischen Teil der Arbeit werden die Ergebnisse einer Befragung deutscher Finanzanalysten zusammengefasst.

Eine theoretische und empirische Analyse, DIRK Forschungsreihe, Band 8, Mai 2007, broschiert, 29,- Euro



Pia Tiffe: Beurteilung von Investor Relations-Maßnahmen aus Sicht von Finanzanalysten –



Moderne Investor Relations geht über die bloße Kommunikation von Fakten hinaus, sie reduziert Skepsis und schafft Transparenz durch den Aufbau einer direkten Beziehung zum Investor.

Sara Pierbattisti untersucht in der vorliegenden Arbeit die Wechselwirkungen zwischen Unternehmen und Investor sowie

die organisatorische Einbindung in die Unternehmensstruktur mit Hilfe wissenschaftlicher Theorien.

Sara Pierbattisti: Die Investor Relations-Arbeit in deutschen Unternehmen: Theoretische und empirische Befunde zu Bestand und Entwicklung der IR-Arbeit der Unternehmen des DAX 30 und des MDAX. DIRK Forschungsreihe, Band 9, Oktober 2007, broschiert, 29,- Euro



Durch die EU-Transparenzrichtlinie kommen auf Emittenten neue verschärfte Vorschriften bezüglich der Finanzberichterstattung zu. Für Anleger sind insbesondere Regelungen zur Bekanntgabe von bedeutenden Beteiligungen von Interesse. Florian Preisung untersucht in

der vorliegenden Arbeit, ob eine europäische Harmonisierung in Richtung eines EU-Finanzbinnenmarktes durch die Transparenzrichtlinie stattgefunden hat.

Florian Preisung: EU-einheitliche Umsetzungspraxis: Vergleich des Umsetzungsstatus von EU-Richtlinien in den Mitgliedstaaten am Beispiel der Transparenzrichtlinie. DIRK Forschungsreihe, Band 10, Januar 2008, broschiert, 29,- Euro

“Financial Market Communication of Real Estate Companies” was the title of a project course at the European Business School (EBS) in the summer term 2007, in which the students undertook to find answers to these and further questions. This book is a compilation of articles presenting the findings of their research. It covers a wide range of financial communication topics from a presentation of the conceptual design of Investor Relations departments and an analysis of communication strategies to

an empirical validation of the theoretical concepts.

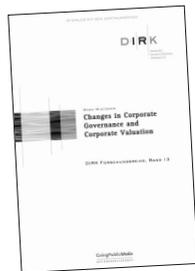
Mark Mietzner, Dirk Schiereck (Editors): Investor Marketing – Investor Relations management – The perspective of German property companies, Band 11, Mai 2008, broschiert, 59,- Euro



Thilo Theilen erarbeitet in der vorliegenden Dissertation Möglichkeiten und Grenzen der Investor Relations und zeigt auf, wie sich ein Unternehmen um anlagefähiges Kapital bemühen kann. Der Autor bringt

erstmalig in der Literatur eine Trennung zwischen funktionaler Investor Relations als herkömmliches „Verkündigungsorgan“ der Unternehmensleitung und strategischer Investor Relations ins Spiel.

Thilo Theilen: Investor Marketing – Eine Aufgabe für Investor Relations?, DIRK Forschungsreihe, Band 12, Juli 2008, broschiert, 59,- Euro



Germany as a federal republic has different forms of government, and similar to this, you find a lot of different forms of corporate government. The public debate about corporate governance and shareholder

activism was boosted by the labeling of private-equity-investors as “locusts” causing extensive damage and thus requiring more regulatory efforts. In this context the academic discussion faces two facts: On the one hand, it is necessary to consider large and active shareholders, but on the other hand it is more important to know and determine who they are.

Upon this starting point the present dissertation works on different research questions: How is a blockholder’s ability to solve the agency problem between managers and owners? Can an active blockholder change the objective function of a company? Does the transition of ownership of a state-owned enterprise improve the operating and financial performance? Mark Mietzner’s dissertation – published as volume 13 of the “DIRK-Forschungsreihe” – consequently compares the differences of value creation between Hedge Funds and Private Equity Funds as active shareholders, shows the effects of shareholder activism and concentrates on results of different exit strategies.

Mark Mietzner: Changes in Corporate Governance and Corporate Valuation, DIRK Forschungsreihe, Band 13, Februar 2009, broschiert, 59,- Euro

In times of the financial crisis, the duty for investor relations to deal with the financial community on a regular basis keeps indis-

pensable or gets even more important. Personal contact with management and investor relations professionals remains vital to investors and analysts. Hence, it is essential to know how to monitor and improve the contacts and relationships with this target group of investor relations. In addition, companies must make sure they serve the needs of the audience.

Robert Labas’ diploma thesis – published as volume 14 of the “DIRK-Forschungsreihe” – gives an overview on all investor relations instruments related to personal communication such as one-on-one meetings, road shows, or conferences on quarterly results. Based on secondary research the information needs and financial reporting are evaluated. The author used those results in order to assess the actual financial communication of companies and to build a further framework for measuring the success and effectiveness of personal investor relations instruments, especially presentations. With the issues analyzed in this thesis, a benchmark was set up by evaluating the annual result analyst conferences of the DAX-30 companies.

Robert Labas: Communication success factors in Investor Relations: An analysis based on presentations of the DAX-30 companies, DIRK Forschungsreihe, Band 14, Juni 2009, broschiert, 39,- Euro



Bestellcoupon

FAX-ORDER
089-2000 339-39
www.goingpublic.de/dirk

JA, ICH BESTELLE ZZGL. 3,50 EURO VERSANDKOSTEN

- LUCY BRAUN**
Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt
DIRK Forschungsreihe,
Band 1, 21,80 Euro
- MELANIE PRENGEL**
Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die Investor Relations Arbeit – insbesondere im Internet
DIRK Forschungsreihe,
Band 2, 29,- Euro
- SONJA LEISE**
How Behavioural Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities
DIRK Forschungsreihe,
Band 3, 29,- Euro
- MARGIT WENDLING**
Die Aktie als Marke – Implikationen auf die entscheidungsrelevanten Faktoren bei Aktieninvestments
DIRK Forschungsreihe,
Band 4, 29,- Euro
- JENS WOLFRAM**
WpHG-Praxis für Investor Relations – Praxiserfahrungen zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG)
DIRK Forschungsreihe,
Band 5, 39,- Euro
- CHRISTOPHER RIDDER**
Investor Relations-Qualität: Determinanten und Wirkungen – Theoretische Konzeption und empirische Überprüfung für den deutschen Kapitalmarkt
DIRK Forschungsreihe,
Band 6, 59,- Euro
- CLEMENS DENKS**
Bondholder Relations – Informationsgewinnung und -verarbeitung von Corporate-Bond-Investoren
DIRK Forschungsreihe,
Band 7, 29,- Euro
- PIA TIFFE**
Beurteilung von Investor Relations-Maßnahmen aus Sicht von Finanzanalysten – Eine theoretische und empirische Analyse
DIRK Forschungsreihe,
Band 8, 29,- Euro
- SARA PIERBATTISTI**
Die Investor Relations-Arbeit in deutschen Unternehmen: Theoretische und empirische Befunde zu Bestand und Entwicklung der IR-Arbeit der Unternehmen des DAX 30 und des MDAX
DIRK Forschungsreihe,
Band 9, 29,- Euro
- FLORIAN PREISING**
EU-einheitliche Umsetzungspraxis: Vergleich des Umsetzungsstatus von EU-Richtlinien in den Mitgliedstaaten am Beispiel der Transparenzrichtlinie
DIRK Forschungsreihe,
Band 10, 29,- Euro
- MARK MIETZNER, DIRK SCHIERECK (EDITORS)**
Investor Marketing – Investor Relations management – The perspective of German property companies
DIRK Forschungsreihe,
Band 11, 59,- Euro
- THILO THEILEN**
Investor Marketing – Eine Aufgabe für Investor Relations?
DIRK Forschungsreihe,
Band 12, 59,- Euro
- MARK MIETZNER**
Changes in Corporate Governance and Corporate Valuation
DIRK Forschungsreihe,
Band 13, 59,- Euro
- ROBERT LABAS**
Communication success factors in Investor Relations: An analysis based on presentations of the DAX-30 companies
DIRK Forschungsreihe,
Band 14, 39,- Euro

Name/Vorname

Straße/Hausnummer

Postleitzahl/Ort

Datum/Unterschrift

Bitte Coupon einsenden an:
GoingPublic Media AG
Hofmannstr. 7a
81379 München
Tel. 089-2000 339-0, Fax -39
E-Mail: buecher@goingpublic.de
www.goingpublic.de/dirk

Die DIRK-Forschungsreihe!



Zum Nachbestellen!

Christoph Tesch: Der Entry Standard –
Erfolgsstory oder Abenteuerspielplatz für den
Börsennachwuchs?

JA, Bestellcoupon
ICH BESTELLE ZZGL. 3,50 EURO VERSANDKOSTEN

FAX-ORDER
089-2000 339-39
www.goingpublic.de/dirk

CHRISTOPH TESCH
*Der Entry Standard – Erfolgsstory oder Abenteuerspielplatz für
den Börsennachwuchs?*
DIRK Forschungsreihe, Band 14, 39,- Euro

.....
Name/Vorname

.....
Straße/Hausnummer

.....
Postleitzahl/Ort

.....
Datum/Unterschrift

Bitte Coupon einsenden an:
GoingPublic Media AG
Hofmannstr. 7a, 81379 München
Tel. 089-2000 339-0, Fax 089-2000 339-39
E-Mail: buecher@goingpublic.de
www.goingpublic.de/dirk